



# Program izdavanja korporativnih obveznica

# Program izdavanja korporativnih obveznica

Faze programa izdavanja korporativni obveznica

1

## PREGLED SPREMNOSTI

Faza pregleda spremnosti, zajedno sa pratećom analizom, planirana je s ciljem procene spremnosti **kandidatske kompanije** za **izdavanje obveznica**.

Analiza mora pokazati **finansijsku sposobnost** kompanije za izdavanje obveznica, i trebalo bi da **identifikuje potencijalne promene** potrebne da bi se kompanija učinila **profesionalnijom** i **održivijom**.

Analiza takođe treba da ukaže na bilo kakve probleme u vezi sa **upravljanjem** ili **finansijskim procesima** koji će stvoriti teškoće u privlačenju nezavisnih investitora obveznicama. Dodatno, materijali kreirani tokom ove faze biće **glavni inputi za aktivnosti Agencije za kreditni rejting**.

2

## PLAN POBOLJŠANJA I IMPLEMENTACIJA

Nakon faze **Pregleda Spremnosti**, i na osnovu glavnih nalaza analize, odabrani **Savetnik** (isti Savetnik koji je sproveo Pregled Spremnosti) pripremiće **Plan Poboljšanja**.

Plan poboljšanja treba da opiše **set aktivnosti** neophodnih za pripremu i omogućavanje **kandidatske kompanije** za izdavanje obveznica.

**Implementacija** plana poboljšanja **ne** može biti obavljena od strane **Savetnika** koji je sproveo **pregled spremnosti** i pripremu **plana poboljšanja**, **osim** ako preporučena poboljšanja nisu relativno neznatna.

3

## IZDAVANJE I POST-IZDAVANJE

Kompanije koje uspešno završe implementaciju **plana poboljšanja** će ući u faze **Izdavanja obveznica** i **Post-izdavanja**.

Tokom ovih faza, biće potrebna profesionalna podrška od Organizatora, Finansijskih Savetnika i Revizora.

Program ima specifičan **fokus na** povećanje dostupnosti instrumenata za **klimatsko finansiranje** kroz izdavanje **zelenih** i **tematskih obveznica**. Za zelene i tematske emisije, Program će zahtevati **detaljne informacije** o korišćenju sredstava i **verifikaciju** da su sredstva korišćena u svrhu za koju su namenjena.

# PREGLED SPREMNOSTI

Podela aktivnosti revizora i finansijskog savetnika



OČEKIVANE AKTIVNOSTI REVIZIJE



OČEKIVANE AKTIVNOSTI FINANSIJSKOG SAVETOVANJA

## Revizija

- a. Potpuna revizija pre izdavanja: **samo** za kandidate za CBI koji već **ne** obavljaju redovnu ili obaveznu reviziju
- b. Potreban izveštaj revizije za **poslednje 3 godine**

## Pregled poslovanja i pozicioniranje na tržištu

- a. Istorija kompanije (uključujući spajanja i akvizicije)
- b. Veličina ukupnog tržišta i lokalnog/nacionalnog nišnog tržišta
- c. Pretpostavljeni tržišni udeo glavnih konkurenata
- d. Izveštavanje po segmentima (prihodi/EBITDA ili EBIT/aktiva ako su dostupni)
- e. Opis ambicija rasta
- f. Opis specifičnih regulatornih posebnosti
- g. Opis lanca nabavke i odnosa sa dobavljačima
- h. Izloženost ugovorima, raspored isteka ugovora i informacije o obnovi ugovora, ako je primenljivo

## Finansijski pregled

- a. Informacije o trenutnom sastavu ukupnog duga uključujući kovenante
- b. Informacije o vanbilansnom dugu poput godišnjih operativnih zakupnih ugovora (kao zakupnik) ili neto sadašnje vrednosti budućih plaćanja zakupnine, ako je primenljivo
- c. Detalji o slobodno dostupnom novcu na bilansu stanja
- d. Informacije o kreditnim linijama i faktoringu na koje se može osloniti
- e. Analiza procesa finansijskog izveštavanja: transparentnost i kvalitet

## Profitabilnost i efikasnost

- a. Razdvajanje fiksnih i varijabilnih troškova
- b. Opis politike cena kompanije:
  - i. Koliko brzo se povećanja cena dobavljača mogu preneti na kupce?
  - ii. U kojoj meri kompanija može pružiti popuste na cene ispod prosečnih cena konkurenata?
- c. Istorija otpisa potraživanja

## Strategija i prognoza

- a. Detaljan opis poslovnog plana kompanije i pretpostavke koje stoje iza plana
- b. Plan korišćenja prihoda od emitovanja obveznica (npr. refinansiranje duga, investicije...)
- c. Interna prognoza za naredne tri godine, uključujući podatke o očekivanom prometu, novčanom toku, EBITDA, operativnim zakupima, troškovima kamata, kapitalnim izdacima, obrtnom kapitalu, akvizicijama, prodajama, isplati dividendi, zaduženju i poziciji gotovine
- d. Prognoza slobodnog novčanog toka (radi razumevanja potencijala / kapaciteta kandidata za emitovanje obveznica)

## Organizaciona struktura i korporativno upravljanje

- a. Dijagram organizacione strukture grupe i kratak opis kompanija koje su deo grupe (uključujući strateški značaj)
- b. Struktura vlasništva i opis odvajanja kompanije od pitanja koja se odnose na vlasnike
- c. Opis strukture korporativnog upravljanja: kratak opis Nadzornog/Savetodavnog odbora i drugih relevantnih organa upravljanja
- d. Procesi upravljanja informacijama: transparentnost i kvalitet

## Diversifikacija

- a. Podela segmenata po različitim tržištima (regionalna podela) i glavnim grupama proizvoda: obim, prodaja, EBITDA, EBIT
- b. Podela prihoda između različitih grupa kupaca
- c. Koncentracija ključnih dobavljača: obim snabdevanja i prihodi, dužina ugovora
- d. Koncentracija ključnih kupaca: obim snabdevanja i prihodi, dužina ugovora

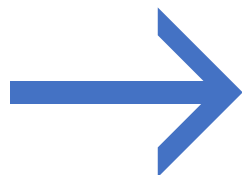
# Priprema i sprovođenje plana poboljšanja

Plan za poboljšanje na osnovu preporuka

## PRIPREMA

Priprema plana poboljšanja na osnovu nalaza pregleda spremnosti

Plan bi trebao takođe da sadrži listu specifičnih preporuka, uključujući njihov relativni prioritet (visok, srednji i nizak) i uticaj (visok, srednji i nizak) iz perspektive nezavisnog investitora u obveznice



## IMPLEMENTACIJA

Sprovođenje aktivnosti i promena definisanih u **Planu Poboljšanja**

# Izdavanje i post-izdavanje

Podela očekivanih aktivnosti među relevantnim činiocima



## Očekivane aktivnosti organizatora

### Izdavanje

- a. Identifikacija - redovno ili tematsko izdavanje (zelene, socijalne ili drugo)
- b. Strukturiranje i određivanje cena obveznica (cena, rok otplate, uslovi zaduživanja, tržišni uslovi)
- c. Početni plan izdavanja
- d. Kreiranje prospekta
- e. "Road show"
- f. Aktivnosti odobravanja prospekta
- g. Verifikacija javne ponude
- h. Zahtev za emitovanje obveznica
- i. Zahtev za kotiranje obveznica
- j. Podugovaranje



## Očekivane aktivnosti finansijskog savetnika

### Podrška tokom izdavanja

- a. Podrška/asistencija tokom procesa ocenjivanja kreditnog rejtinga (preliminarnog i konačnog ocenjivanja kreditnog rejtinga)
- b. Podrška u strukturiranju obveznica (cena, rok otplate, uslovi zaduživanja, tržišni uslovi)
- c. Podrška u kreiranju prospekta



## Očekivane aktivnosti sertifikacije za zelene obveznice

### Sertifikacija i verifikacija za zelene obveznice

- a. Zelena sertifikacija
- b. Verifikacija zelene sertifikacije tokom 3 godine nakon izdavanja (godišnje izveštavanje)



## Agencija za ocenjivanje kreditnog rejtinga

### Ocena kreditnog rejtinga

- a. Izdavanje kreditnog rejtinga, pre samog izdavanja obveznica



## Očekivane revizijske aktivnosti







### Kontrola upotrebe sredstava od emisije obveznica

- a. Revizija korišćenja sredstava od emisije obveznica nakon izdavanja - Dogovorene procedure: 3 godine po potrebi (u zavisnosti od korišćenja sredstava od emisije obveznica)

# Struktura edukativnog progama

Tri dana obuke (dva plus jedan)

## EDUKATIVNI SADRŽAJ

	<b>Korporativni izdavaoci</b> 	<b>Instrumenti sa fiksnim prinosom</b> 	<b>Analiza finansijskih izveštaja</b> 	<b>Upravljanje rizicima</b> 	<b>Kreditni rizici &amp; ESG</b> 	<i>Trading Floor: praktičan pristup</i> 
Pregled tema	I. Organizacione forme, karakteristike korporativnih izdavaoca i vlasnici II. Investitori i druge zainteresovane strane III. Korporativno upravljanje: sukobi, mehanizmi, rizici i koristi IV. Troškovi kapitala i kapitalno budžetiranje	I. Karakteristike instrumenta sa fiksnim prihodom II. Novčani tokovi instrumenata sa fiksnim prinosom III. Izdavanje i trgovanje instrumenta sa fiksnim prinosom IV. Procena obveznica sa fiksnim prihodom: cene i prinosi	I. Uvod u analizu finansijskih izveštaja II. Analiza bilansa uspeha III. Analiza bilansa stanja IV. Analiza izveštaja o novčanim tokovima V. Dugoročne obaveze VI. Primena finansijskih tehnika za analizu izveštaja	I. Osnove upravljanja rizicima II. Upravljanje finansijskim rizicima u organizaciji III. Korporativno upravljanje rizicima IV. Mehanizmi transfera kreditnog rizika	I. Uvod u kreditne rizike II. Kreditna analiza za korporativne izdavaoce III. ESG kreditno bodovanje	I. <i>Upoznavanje sa investicionom analizom</i> II. <i>Upoznavanje sa egzekucijom naloga i upravljanjem pozicijama</i> III. <i>Osnove portfolio menadžmenta</i>
Primeri <sup>1</sup>						
	Dan I	Dan I	Dan I	Dan II	Dan II	Dan III

<sup>1</sup>Studija slučaja – praktičan primer izdavanja korporativnih obveznica



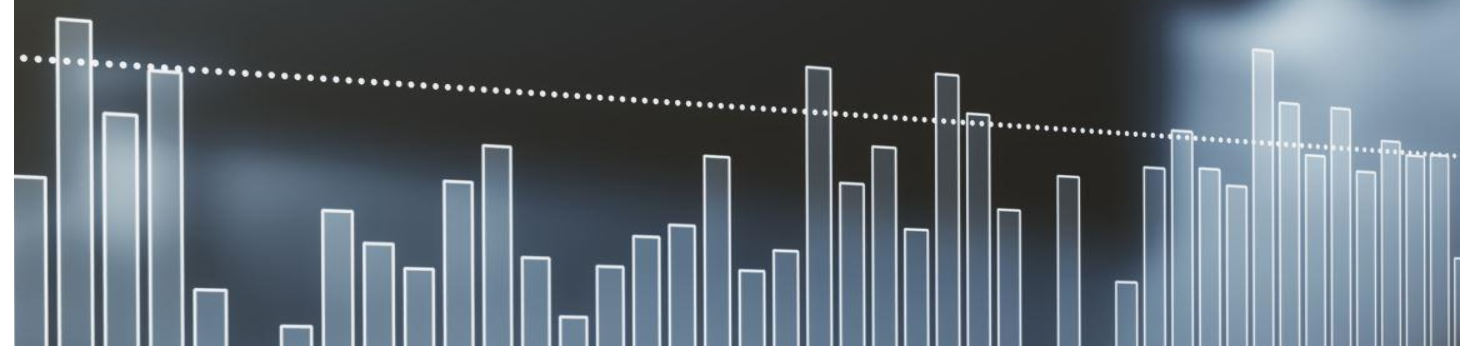
## Dan III

1. Upoznavanje sa investicionom analizom
  - a. Razumevanje softvera za investicionu analitiku
  - b. Interpretacija ekonomskih i finansijskih pokazatelja
  - c. Berzanski indikatori
  - d. Ekonomske izloženosti
  - e. Metode investicione analize
  - f. Praktična primena investicione analize
  
2. Upoznavanje sa egzekucijom naloga i upravljanjem pozicijama
  - a. Rad na *trading* softveru
  - b. Aktivni monitoring pozicija
  - c. Vrste naloga
  - d. Upravljanje nalozima
  - e. Rad na *trading* softveru
  
3. Osnove portfolio menadžmenta
  - a. Holistički pristup upravljanja investicijama
  - b. Diversifikacija portfolija
  - c. Izgradnja portfolija
  - d. Investicione strategije
  - e. Hedžing
  - f. Specifičnosti portfolija sastavljenih od obveznica
  
4. Q&A sesija





# Uvod



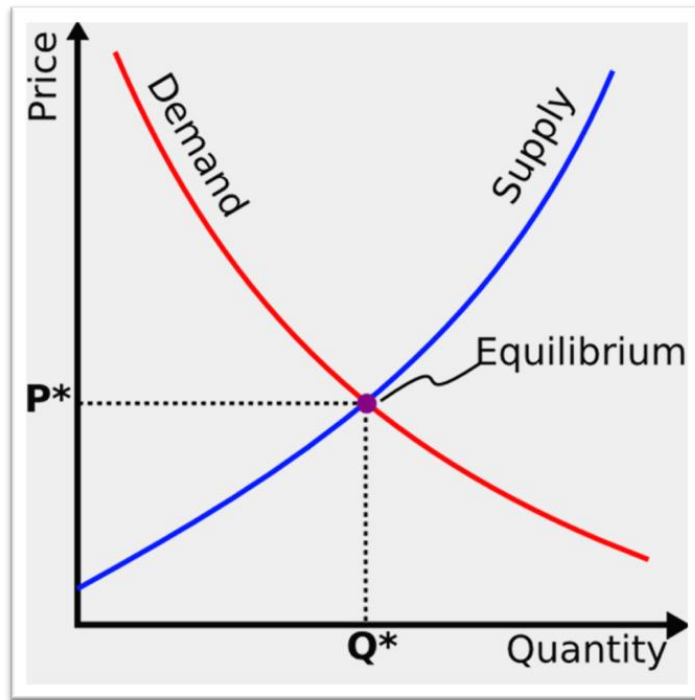




Specifičnosti finansijskog  
tržišta

# Kako izgleda tržište?

Proces formiranja cena



vs.

Price	Qty
196950	2
196975	3
196975	15
196975	6
196975	13
196975	2
196975	4
196975	10
196975	41
196975	85
196975	11
196950	1
196975	61
197000	14
196975	63
196975	7
196975	184
196950	24
196950	7
196950	80
196925	5
196950	8
196925	37
196950	5
196925	20
196950	11
196925	8
196950	3
196950	21
196950	184
196925	5
196950	5
196950	13
196950	15
196950	8
196950	128
196950	14
196925	15
196950	14
196925	5
196950	13
196925	174
196900	5
196925	1
196900	20
196900	15
196925	1
196900	17
196925	3
196900	5
196925	2
196900	10

Šta znamo o tražnji?  
 Šta znamo o ponudi?

# Dužničke vs. Vlasničke HoV

Bloomberg tastatura je specijalizovan alat dizajniran da optimizuje upotrebu Bloomberg Terminala, omogućavajući brz pristup bogatom skupu finansijskih podataka i funkcija. Tastatura uključuje niz prečica koje su korisne za profesionalce u finansijama, kao što su trejderi, analitičari i investitori.





# Bankarski krediti

Karakteristike



## Nedostaci

### **ZALOG ZA ZAJAM**

Potreba za pružanjem kolaterala može ograničiti raspoloživost sredstava ili povećati rizik za zajmoprimca.

### **TROŠKOVI KREDITA**

Kamatne stope i naknade mogu biti više u poređenju s drugim oblicima finansiranja.

### **OGRANIČAVAJUĆI USLOVI KREDITA**

Klauzule ugovora mogu ograničiti finansijsku fleksibilnost ili nametnuti dodatna ograničenja.

### **REFINANSIRANJE**

Potreba za redovnim refinansiranjem može izazvati dodatne troškove ili rizike u promeni tržišnih uslova.

### **ODRŽAVANJE KREDITNE SPOSOBNOSTI**

Potreba za održavanjem odgovarajućeg kreditnog rejtinga može zahtevati dodatne napore ili troškove.



## Prednosti

### **FLEKSIBILNOST U USLOVIMA**

Banke često omogućavaju prilagođavanje uslova kredita prema potrebama klijenta.

### **BRŽA OBRADA**

Proces odobrenja bankarskog kredita obično je brži u poređenju s izdavanjem obveznica.

### **ODRŽAVANJE ODNOSA S BANKOM**

Mogućnost za razvoj dugoročnih partnerskih odnosa s bankom.

### **PRILAGOĐENA REŠENJA**

Mogućnost za dobijanje personalizovanih finansijskih rešenja u skladu s potrebama klijenta.

### **VEĆA KONTROLA**

Zajmoprimac ima veću kontrolu nad uslovima kredita i može ih prilagoditi svojim potrebama.

# Korporativne obveznice

Karakteristike



## MARKETINŠKE PREDNOSTI

Izdavanje korporativnih obveznica može doneti marketinške benefite kompaniji putem povećanja prepoznatljivosti, jačanja ugleda i pozicioniranja kao pouzdanog emitenta na tržištu kapitala



## Nedostaci

### ADMINISTRATIVNI TROŠKOVI

Visoki troškovi u vezi s izdavanjem i održavanjem obveznica, uključujući pravne, administrativne i marketinške troškove.

### NEPOVRATNI TROŠKOVI

Troškovi emisije obveznica su nepovratni čak i ako se emisija ne realizuje ili ne uspe.

### TRŽIŠNA ZAVISNOST

Cene obveznica su podložne tržišnim promenama, uključujući promene u kamatnim stopama i sentimentu investitora.

### KONKURENTNOST CENE

Cena izdavanja obveznica može biti manje konkurentna u uslovima visokih kamatnih stopa ili rizičnih finansijskih uslova.

### REFINANSIRANJE

Potreba za refinansiranjem obveznica po dospeću može predstavljati dodatni rizik ili trošak za emitera.



## Prednosti

### DUGOROČNO FINANSIRANJE

Mogućnost za dobijanje dugoročnih sredstava s fiksnim kamatnim stopama i jasno definisanim rokovima otplate.

### NIŽI TROŠKOVI ZADUŽIVANJA

Obično niže kamatne stope u poređenju s drugim oblicima dugoročnog finansiranja.

### DIVERSIFIKACIJA INVESTITORA

Mogućnost za privlačenje investitora iz različitih izvora, smanjujući zavisnost o pojedinačnim izvorima finansiranja.

### PRILAGODLJIVA STRUKTURA

Fleksibilnost u strukturi i uslovima obveznica u skladu s potrebama izdavaoca i investitora.

### TRANSPARENTNOST

Izdavanje korporativnih obveznica može poboljšati vidljivost kompanije na tržištu kapitala putem pristupa većem broju investitora i povećane transparentnosti.

# Kamatna stopa

Tumačenje kamatnih stopa

- Ravnotežne kamatne stope su **zahtevana stopa prinosa** za određenu investiciju.
- Kamatne stope se takođe nazivaju **diskontovane stope**.
- Kamatne stope možemo posmatrati i kao **oportunitetni trošak** tekuće potrošnje.



# Komponente kamatne stope

Premije za rizik

- Zahtevana (nominalna) kamatna stopa na hartiju od vrednosti =

Stvarna stopa bez rizika  
+ očekivana inflacija  
+ premija rizika  
neizvršenja obaveza  
+ premija likvidnosti  
+ premija rizika dospeća





# Utvrđivanje kamatne stope

Investicione alternative i njihove karakteristike

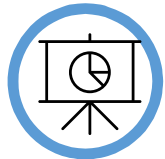
Investicija	Dospeće (u godinama)	Likvidnost	Rizik neizvršenja	Kamatna stopa (%)
1	2	Visoka	Nizak	2,0
2	2	Niska	Nizak	2,5
3	7	Niska	Nizak	?
4	8	Visoka	Nizak	4,0
5	8	Niska	Visok	6,5



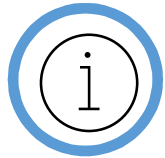
# Finansijske Prednosti Javnog Kotiranja na Berzi

Povećana Likvidnost, Pristup Kapitalu i Cenovna Transparentnost

## Finansijske prednosti kotiranja na berzi



Lakša prodaja novih emisija hartija od vrednosti



Bolji kreditni i investicioni rejting kompanije



Veće mogućnosti rasta i razvoja kompanije



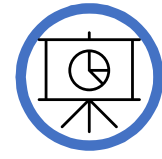
Transparentno formiranje cena na berzi



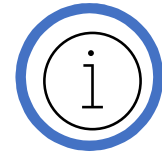
Niži troškovi pribavljanja kapitala



## Razlozi



Kao javno tržište, berza pruža platformu za lakšu distribuciju novih emisija hartija od vrednosti kompanije, što omogućava **brži pristup kapitalu** za finansiranje investicija i razvoja.



Kotiranje na berzi može rezultirati **povećanjem poverenja investitora i kreditora**, što može dovesti do **boljeg kreditnog rejtinga** kompanije i povoljnijih uslova finansiranja.



Pristup kapitalu na berzi omogućava kompaniji da **finansira svoje projekte širenja, istraživanja i razvoja, kao i akvizicije**, što podržava njen dugoročni rast i konkurentnost.



Berza omogućava **transparentno formiranje cena** na osnovu ponude i potražnje, pružajući investitorima **jasnu sliku o vrednosti kompanije** i olakšavajući donošenje investicionih odluka.

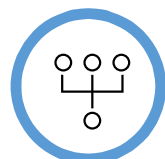


Kotiranje na berzi može omogućiti **pristup kapitalu po nižim cenama** u poređenju sa drugim izvorima finansiranja, kao što su bankarski krediti ili privatni investitori.

# Korporativne Prednosti Javnog Kotiranja na Berzi:

Ojačavanje Stabilnosti, Vidljivosti i Korporativne Uprave

## Korporativne prednosti kotiranja na berzi



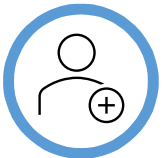
Smanjena izloženost riziku jeftinog preuzimanja kompanije



Povećana vidljivost i dostupnost



Poboljšana korporativna uprava i transparentnost



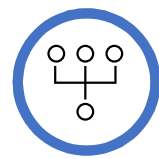
Jačanje lojalnosti zaposlenih



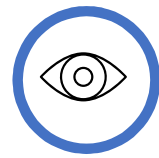
Veća prilika za akvizicije i strategijske partnere



## Razlozi



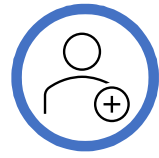
Javno kotirane **kompanije obično imaju širu bazu akcionara**, što ih može **zaštititi od potencijalnih pretnji jeftinog preuzimanja**, pružajući veću stabilnost i sigurnost poslovanja.



Kotiranje na berzi omogućava kompaniji **veću vidljivost među investitorima, analitičarima i potencijalnim partnerima**, što olakšava privlačenje novih poslovnih prilika i saradnji



Javno kotirane kompanije podležu strožim regulatornim zahtevima i standardima korporativne uprave, što može **unaprediti transparentnost poslovanja, smanjiti rizik od finansijskih skandala i povećati poverenje investitora**.



Kotiranje na berzi može doprineti **povećanju lojalnosti zaposlenih**, jer daje osećaj sigurnosti i stabilnosti zaposlenima kroz javnu transparentnost poslovanja



Javno kotirane kompanije imaju veći pristup kapitalu i veću vidljivost, što im omogućava **lakši pristup potencijalnim partnerima za strategijske akvizicije ili saradnje**.

# Primarno vs. Sekundarno tržište



Koja je uloga  
investicione banke?

Koja je uloga brokera?



# Troškovi izdavanja nove emisije

Investicione alternative i njihove karakteristike

- Provizije i naknade investicionoj banci
- Naknade regulatorima tržišta kapitala
- Troškovi prospekta i ostalih dokumenata
- Troškovi obeležavanje i registracije emisije
- Troškovi uključenja na berzu

\*- Pravni i računovodstveni troškovi

## How much could your organization's going public costs be? Let's find out.

Our IPO cost calculator provides you with a peer comparison of publicly-disclosed costs of going public. Enter your sector, revenue, and expected deal value below to get an estimate of your potential costs to go public.

Sector

All Industries

Last twelve months revenue range

\$250m to \$499m

Deal value range

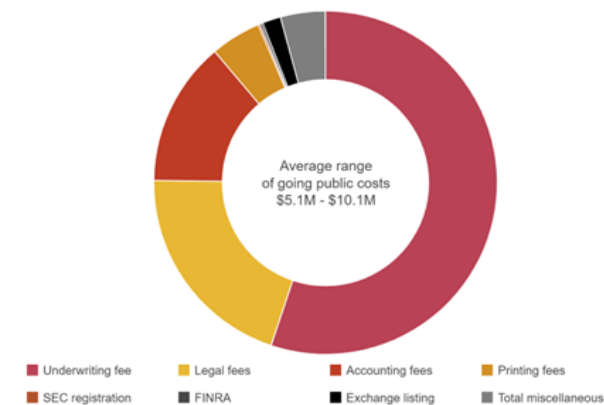
\$25m to \$99m

Want to see how you stack up?

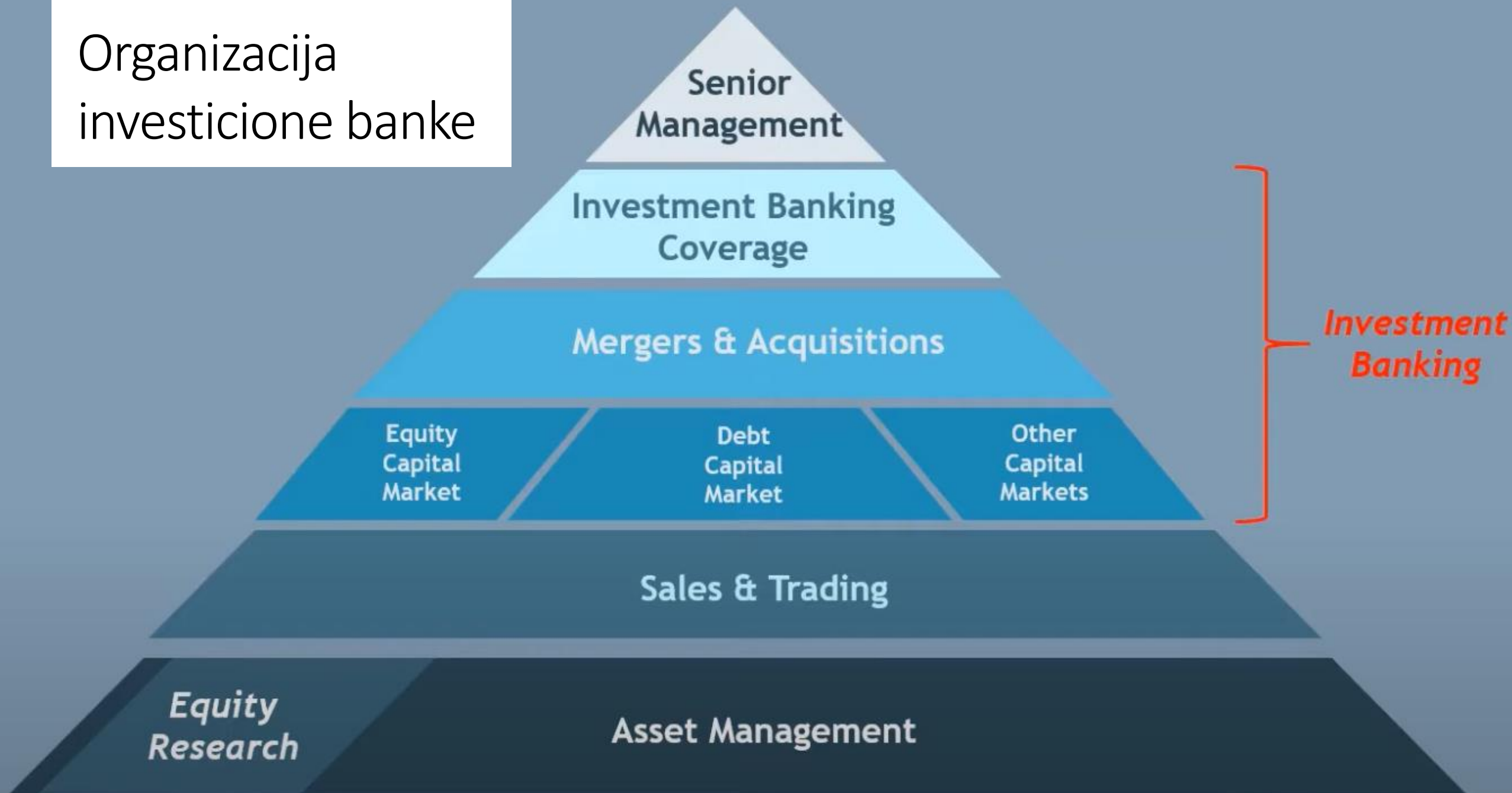
[Request access to the breakdown of disclosed costs](#)

### Offering costs - directly attributable to the offering

There are 16 IPOs available for your criteria between 1/1/2015 and 12/31/2020.



Organizacija  
investicione banke



# Delokrug, ciljevi i segmenti rada u investicionoj banci

Pregled aktivnosti i odgovornosti u Odeljenju za Pokrivenost i Segmentima Front, Middle i Back Office u Investicionoj Banci

## Delokrug i ciljevi odeljenja za pokrivenost



**Odeljenje za pokrivenost** Investicione banke organizuje se po sektorima i industrijskim granama kako bi pružilo visoko specijalizovanu podršku klijentima.



**Pružna se prilagođena podrška klijentima** iz određene industrije kroz širok spektar proizvoda i usluga, koristeći duboko razumevanje industrijskih trendova, regulatornog okruženja i konkurencije kako bi razvilo strategije i pružilo savete za postizanje poslovnih ciljeva i maksimiziranje vrednosti.

## Segmenti rada u Investicionoj Banci: Front, Middle i Back Office



**Front Office:** Direktne aktivnosti koje direktno generišu prihod, kao što su trgovanje, strukturiranje i prodaja finansijskih proizvoda, kao i rad sa klijentima.



**Middle Office:** Aktivnosti podrške front office-u, uključujući kontrolu rizika, usklađenost, upravljanje transakcijama i izradu strategija.



**Back Office:** Operativne funkcije, poput obračuna transakcija, knjigovodstva, upravljanja podacima i tehnološke podrške, koje podržavaju i omogućavaju rad front i middle office-a.



# M&A Savetovanje u Restruktuiranju: Oporavak Biznis Modela

M&A odeljenje

**„Distressed securities“**

## Uloga M&A Savetnika



Prilagođavanje strategije tokom celog procesa, pregovaranje sa **poveriocima** i **investitorima**, podrška u implementaciji promena za budući uspeh kompanije.

## Cilj Restruktuiranja



### Obnova Biznis Modela

Prioritet je transformacija poslovanja radi dugoročne održivosti i konkurentnosti.



### Poboljšanje Likvidnosti

Osiguranje potrebnih sredstava za stabilno poslovanje i servisiranje obaveza. To podrazumeva **restrukturiranje duga**, **optimizaciju obrtnog kapitala** i **pronalaženje novih izvora finansiranja** radi poboljšanja **novčanog toka** i **likvidnosti**.



### Stvaranje Osnove za Rast

Postavljanje čvrstih temelja za budući rast i uspeh kompanije. To obuhvata **razvoj strategije diversifikacije poslovanja**, osvajanje novih tržišta, ulaganje u inovacije i tehnološki napredak za buduću konkurentnost i prosperitet.

## Vrste problema...

**1**

### Operativni Problemi

Fokusiranje na **poboljšanje operativne efikasnosti** uključuje detaljnu **analizu i optimizaciju ključnih poslovnih procesa**, kao i efikasno upravljanje složenim lancem snabdevanja radi unapređenja produktivnosti, smanjenja troškova i poboljšanja ukupne performanse kompanije.

**2**

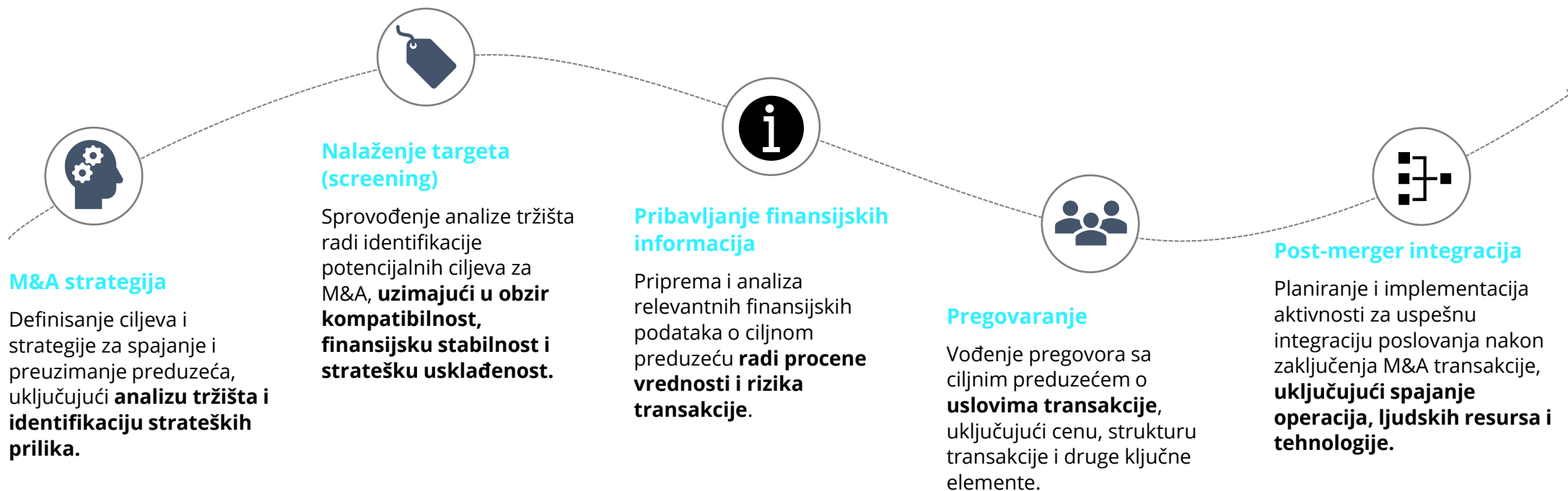
### Finansijski Problemi

Analiza i rešavanje finansijskih teškoća, uključujući **restrukturiranje duga**, **reorganizaciju kapitalne strukture** i pronalaženje **alternativnih izvora finansiranja**.

# M&A Analitičari: Ključne Faze i Odgovornosti

Uloga i Procesi Analitičara u M&A Transakcijama: Od Strategije do Integracije

## Faze procesa



M&A strategija obuhvata definisanje ciljeva i strategije za spajanje i preuzimanje preduzeća, uključujući analizu tržišta radi identifikacije potencijalnih ciljeva za M&A, pripremu i analizu relevantnih finansijskih podataka o ciljnom preduzeću radi procene vrednosti i rizika transakcije, vođenje pregovora sa ciljnim preduzećem o uslovima transakcije, kao i planiranje i implementaciju aktivnosti za uspešnu integraciju poslovanja nakon zaključenja M&A transakcije, što uključuje spajanje operacija, ljudskih resursa i tehnologije.

# Načini preuzimanja

Svaka od ovih strategija ima svoje prednosti i izazove, a odabir odgovarajućeg načina preuzimanja zavisice od specifičnih ciljeva, finansijske situacije i strategije akvizitora i ciljne kompanije.



## ZA NOVAC

Ovaj način preuzimanja podrazumeva da akvizitor plaća akcionarima ciljne kompanije određenu sumu novca u zamenu za njihove akcije. Ovo može biti korisno kada akvizitor želi **brzo sprovesti transakciju** i preuzeti kontrolu nad ciljnom kompanijom.

## ZA AKCIJE

U ovom scenariju, **akvizitor nudi svoje akcije kao zamenu za akcije ciljne kompanije**. Ovakav način preuzimanja može biti atraktivan kada akvizitor veruje da će svojim akcijama ponuditi veću vrednost od novčane ponude.

## ZA NOVAC I AKCIJE

Ova strategija kombinuje obe prethodne metode, pružajući akcionarima ciljne kompanije opciju da prime deo plaćanja u novcu, a deo u akcijama akvizitora. Ovakav pristup može biti **fleksibilniji i privlačniji za različite profile akcionara**.

# Odeljenje tržišta kapitala

Odeljenje tržišta kapitala ima ključnu ulogu u pružanju podrške klijentima u podizanju kapitala radi finansiranja njihovih poslovnih aktivnosti.

## Osnovne aktivnosti

### 1. Podizanje kapitala:

- i. Ovo uključuje aktivnosti poput izdavanja akcija (**Equity Capital Markets - ECM**), emitovanja obveznica (**Debt Capital Markets - DCM**) i konvertibilnih hartija od vrednosti.
- ii. Ovi izvori kapitala omogućavaju klijentima da prikupe sredstva potrebna za investicije, rast ili refinansiranje postojećih obaveza.

### 2. Savetovanje o vrsti i obimu emisije hartija od vrednosti:

- i. **Pružanje stručnih saveta klijentima o optimalnom izboru hartija od vrednosti u skladu sa trenutnim tržišnim uslovima.**
- ii. *Na primer, preporuke za izdavanje **akcija** u povoljnim tržišnim uslovima ili emitovanje **obveznica** u periodima niskih kamatnih stopa.*
- iii. Procena optimalnog obima emisije uzimajući u obzir potrebe klijenta i tržišne trendove.

**3. Praćenje tržišnih trendova:** Odeljenje kontinuirano prati tržišne trendove, regulativne promene i ponašanje investitora kako bi klijentima pružilo relevantne informacije i preporuke za donošenje informisanih odluka o emitovanju hartija od vrednosti.

## Povezivanje sa investitorima

- **Organizacija prezentacija** radi predavljanja klijenata i njihovih projekata.
- **Vođenje pregovora** sa investitorima radi postizanja povoljnih uslova finansiranja.
- **Pružanje podrške** tokom celog procesa emitovanja hartija od vrednosti.
- **Pružanje relevantnih informacija** o tržišnim trendovima i očekivanjima investitora kako bi klijenti doneli informisane odluke.

## Delokrug analitičara

- Istraživanje i priprema relevantnih podataka
- Finansijsko modeliranje (u manjoj meri nego u M&A odeljenju)
- Valuacija
- Poslovi vezani za listing na berzi

## Ključni poslovi

- Ključni poslovi odeljenja tržišta kapitala investicione banke obuhvataju **podizanje kapitala za klijente, trgovinu finansijskim instrumentima, izvršenje transakcija, izradu i distribuciju istraživačkih izveštaja, praćenje tržišnih trendova, povezivanje sa investitorima i savetovanje klijenata.**

# Sales & Trading odeljenje

Ovo odeljenje investicione banke obuhvata aktivnosti trgovine finansijskim instrumentima i prodaju istih klijentima.

- Sales & Trading odeljenje je zaduženo za prodaju i trgovinu HoV.
- Prodajni tim kontaktira potencijalne zainteresovane **institucionalne investitore** u cilju prodaje HoV.
- Trejding odeljenje je zaduženo za optimalnu **egzekuciju naloga**.
- **\*Brokerage** (↑Obim → ↑Profit)  
**vs. Prop Trading**



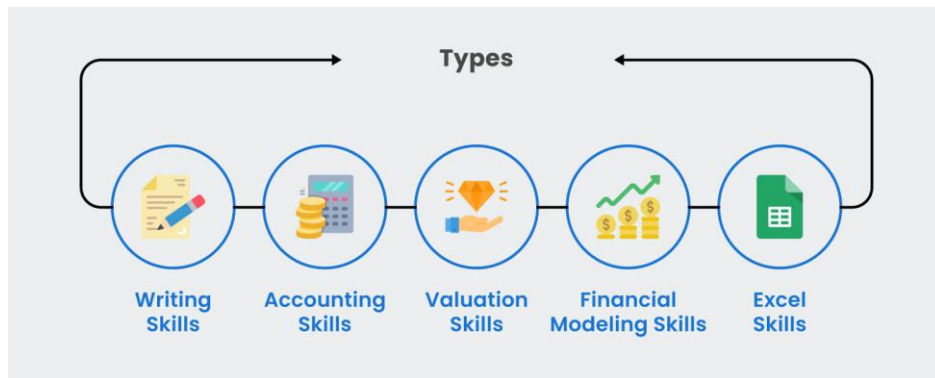
- Odeljenje za istraživanje
- "Market making"
- \*Derivati

# Equity Research odeljenje

Equity Research odeljenje investicione banke analizira i pruža preporuke o investicionim vrednostima akcija kako bi pomoglo klijentima u donošenju informisanih odluka o ulaganjima na tržištu kapitala.

- Equity Research odeljenje se bavi investicionom analizom, u okviru koje se vrši valuacija akcija kompanija i navodi preporuka.
  - Investicioni izveštaji se prodaju klijentima, ali se takođe koriste za interne potrebe IB.
- Delokrug investicionog analitičara je sledeći:
    - Makroekonomska analiza
    - Sektorska i industrijska analiza
    - Finansijska analiza
    - Analiza rizika
    - Investiciona analiza

## Equity Research Skills



# Asset Management odeljenje

Asset Management odeljenje investicione banke upravlja portfeljima imovine klijenata, kao što su akcije, obveznice i druge finansijske instrumente, s ciljem postizanja optimalnih investicionih rezultata u skladu sa ciljevima i tolerancijom na rizik klijenata.

- Osnovni zadatak odeljenja je da upravlja imovinom klijenata u skladu sa ciljevima koji su navedeni u izjavi o investicionoj politici (Investment Policy Statement – IPS).
- Klijenti su institucije i HNWI.
- Izjava o investicionoj politici sadrži očekivani prinos i traženi nivo rizika.
- U IPS-u se navode sledeća ograničenja:
  - Investicioni horizont
  - Potrebe za likvidnošću
  - Regulatorni i pravni aspekti
  - Poreski aspekti
  - Jedinstvena ograničenja





# Relevantna regulativa

- **Zakon o tržištu kapitala**  
("Sl. glasnik RS", br. 129/2021);

- **Zakon o privrednim društvima**  
("Sl. glasnik RS", br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 i 109/2021);

- **Zakon o preuzimanju akcionarskih društava**  
("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 107/2009, 99/2011 i 108/2016);

- **Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom**  
("Sl. glasnik RS", br. 73/2019);

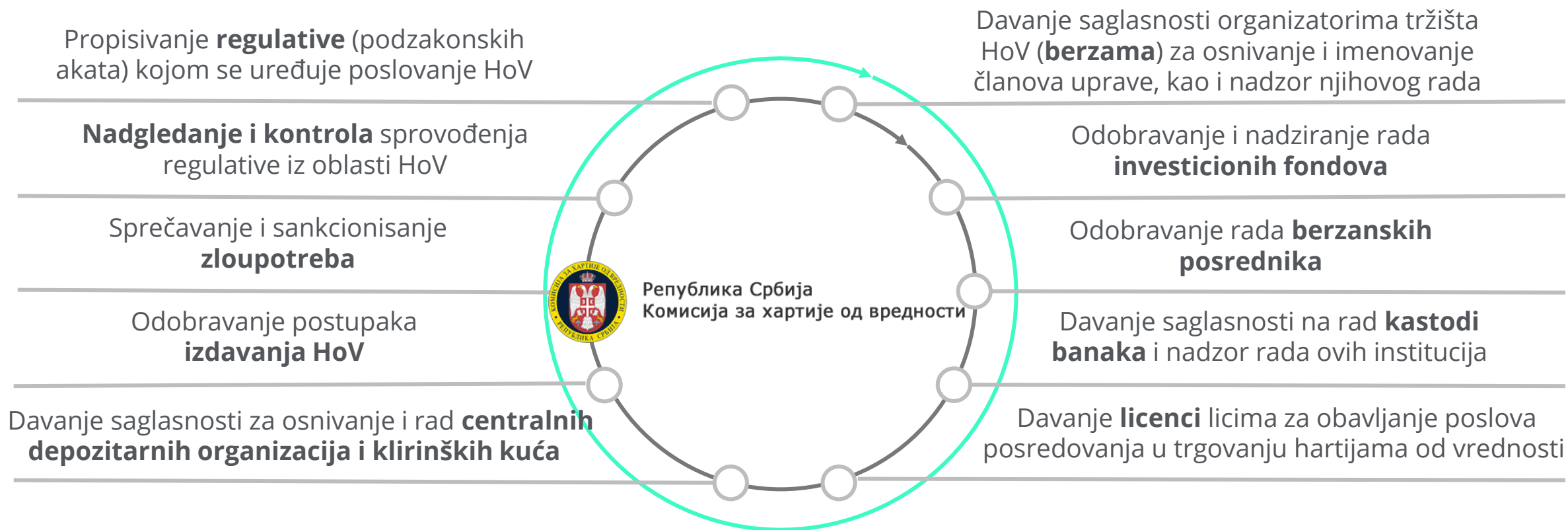
- **Zakon o alternativnim investicionim fondovima**  
("Sl. glasnik RS", br. 73/2019);

- **Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima**  
("Sl. glasnik RS", br. 85/2005 i 31/2011);

- **Zakon o digitalnoj imovini**  
(„Sl. glasnik RS“, br. 153/2020)



# Ovlašćenja i nadležnosti Komisije za hartije od vrednosti





# Korporativni izdavaoci

I. Organizzazione  
forme,  
caratteristiche  
korporativnih  
izdavaoca i  
vlasnici



# Pravne forme privrednih društava

Zakon o privrednim društvima predviđa sledeće pravne forme:

1

**Ortačko društvo**

Neograničena odgovornost za sve članove

2

**Komanditno društvo**

Neograničena odgovornost za komplementare i ograničena odgovornost za komanditore

3

**Društvo sa ograničenom odgovornošću**

Ograničena odgovornost za sve članove

4

**Akcionarsko društvo**

Ograničena odgovornost za sve članove

# Ograničena odgovornost i prikupljanje kapitala

## Društva kapitala

### Ograničena odgovornost

#### Članovi društva

Odgovorni su do iznosa uložениh sredstava

#### Pravne forme

DOO i AD (javna i privatna)

### Razdvajanje menadžmenta i vlasništva

#### Vlasnici

Biraju profesionalni menadžment preko skupštine

#### Menadžment

Upravlja kompanijom na svakodnevnom nivou

#### Principal-agent odnos

Menadžment bi trebalo da radi u interesu vlasnika

### Više opcija za prikupljanje kapitala

#### „Tradicionalni“ izvori

Finansiranje privatnim kapitalom

#### Emitovanje listiranih HoV

Prikupljanje kapitala preko regulisanih tržišta koja omogućavaju jednostavno sekundarno trgovanje

# Emitovanje hartija od vrednosti

Za ovakav vid finansiranja je karakteristično:



## Specifičan odnos sa širom javnošću

Ponuda HoV brojnim investitorima podrazumeva deljenje informacija relevantnih za odlučivanje sa svim potencijalno zainteresovanim stranama. Proces podrazumeva veću transparentnost u radu kompanija koje na ovaj način prikupljaju kapital, ali i povećanje svesti javnosti o kompaniji, kao i proizvodima/uslugama koje nudi



## Različiti modaliteti izlaska na finansijsko tržište

U zavisnosti od vrste HoV koja se emituje, kao i od potreba kompanije, postoje različite mogućnosti. Npr. Akcije se mogu naći na putem javne ponude, ali i putem listiranja već postojećih akcija. Dodatno, ne podrazumeva svaka emisija izlazak na regulisano tržište – mogući su i privatni plasmani, naročito kad su u pitanju obveznice



## Široka baza potencijalnih investitora

Investitori u HoV mogu biti:

- pojedinci,
- institucionalni investitori,
- druge kompanije,
- država,
- neprofitne organizacije i dr.

Takođe, ne treba zanemariti ni međunarodnu tražnju

II. Investitori i  
druge  
zainteresovane  
strane



# Investitori u različite vrste kapitala

Korporativni izdavaoci, deo II

## DUŽNIČKI KAPITAL

01

**Rok investiranja**

- *Emituje se sa ograničenim rokom dospeća, koji je unapred poznat*

02

**Novčani tokovi**

- *Unapred ugovoreni, često i poznati, npr. kad se ugovori pozajmica sa fiksnom kamatnom stopom*

03

**Redosled u naplati potraživanja**

- *Kreditori imaju prioritet u naplati svojih potraživanja u odnosu na vlasnike kompanije*

04

**Rizik**

- *Manje rizično ulaganje, budući da su novčani tokovi ugovorna obaveza i da su unapred definisani*

## SOPSTVENI KAPITAL

01

**Rok investiranja**

- *Obično se prikuplja sa namerom da kompanija neograničeno posluje, te ne postoji unapred definisani rok dospeća*

02

**Novčani tokovi**

- *Nepoznati i ne predstavljaju ugovornu obavezu, zavise od uspešnosti poslovanja kompanije*
- *U teoriji mogu da budu neograničeno veliki*

03

**Redosled u naplati potraživanja**

- *Vlasnici kompanije imaju pravo na učešće u dobiti i na naplatu iz likvidacione mase tek kad se namire svi poverioci*

04

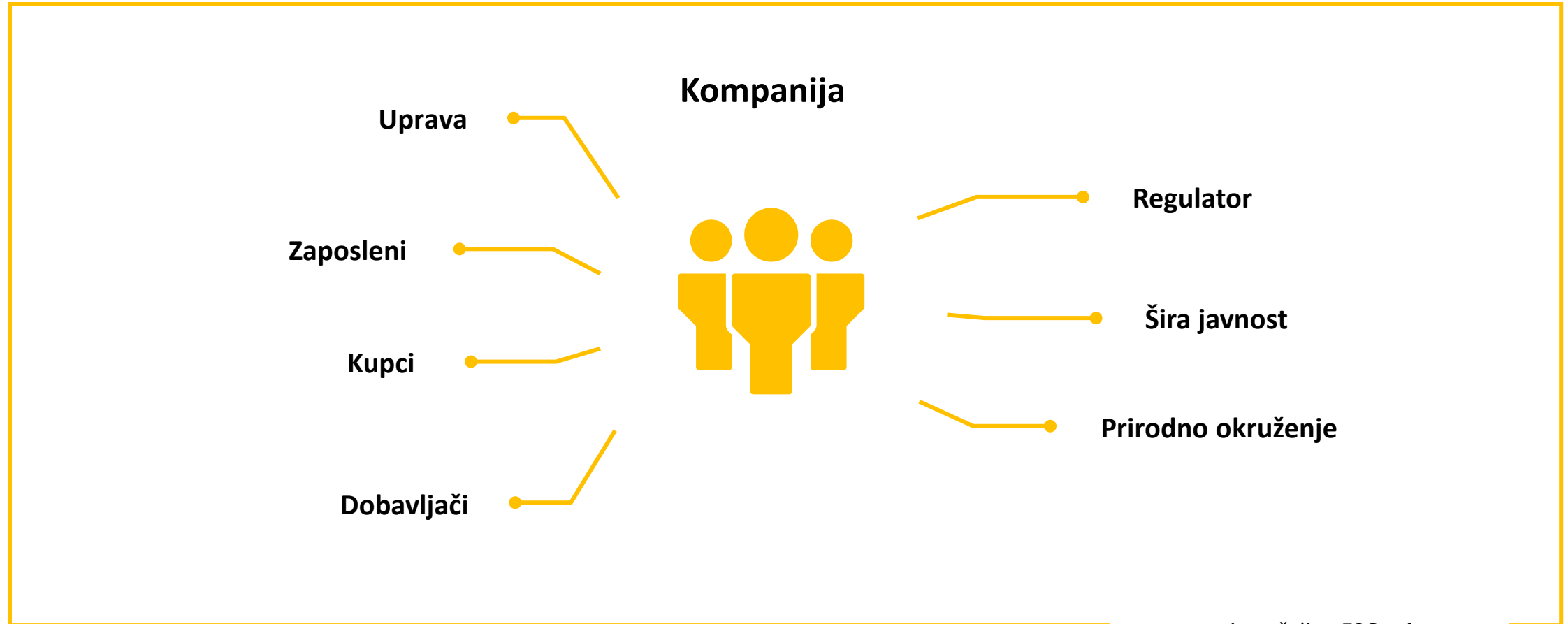
**Rizik**

- *Rizičnije ulaganje, budući prihodi investitora zavise od uspešnosti poslovanja kompanije, kao i da su poslednji u isplatnom redu*



# Drugi stejkholderi

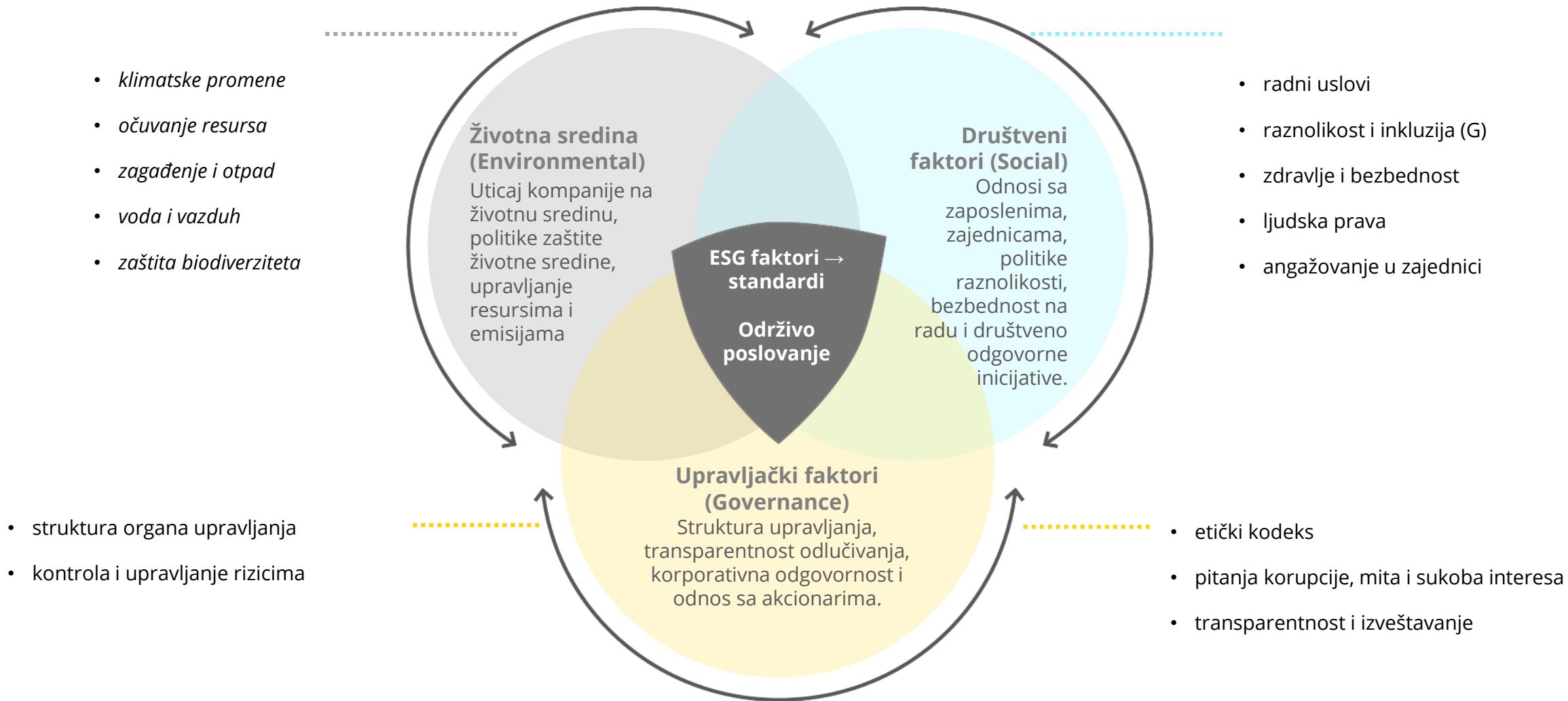
(Druge zainteresovane strane)



... zato je poželjan **ESG pristup**

# Pregled ESG faktora

Skup faktora koji se tiču životne sredine, socijalnih i upravljačkih pitanja koje kompanije uzimaju u obzir pri upravljanju svojim poslovanjem, a investitori prilikom ulaganja, u pogledu rizika, uticaja i prilika koje ovi faktori nose



ESG (environmental, social and governance) faktori postaju **sve značajniji za investitore**. U zavisnosti od toga kako kompanija njima upravlja, **njena vrednost** na tržištu može da poraste, ali i da se smanji.

Zašto kompanije treba da uzmu u obzir ESG faktore?

- **Poboljšavaju Reputaciju i Brend:** Kompanije koje se pridržavaju ESG praksi imaju bolju reputaciju i privlače lojalne potrošače i partnere.
- **Privlače Investitore:** Investitori preferiraju kompanije sa jakim ESG standardima zbog njihove dugoročne održivosti i smanjenog rizika.
- **Regulatorna Usklađenost:** Poštovanje ESG standarda pomaže u ispunjavanju regulatornih zahteva i smanjenju pravnih rizika.
- **Efikasnost i Inovacije:** Ekološke prakse smanjuju operativne troškove i podstiču inovacije.
- **Privlačenje Talenta:** Posvećenost ESG faktorima privlači talentovane zaposlene.
- **Bolji Finansijski rezultati:** Kompanije koje se fokusiraju na ESG često ostvaruju bolje finansijske rezultate.
- **Upravljanje Dugoročnim Rizicima:** ESG pristup pomaže u prepoznavanju i upravljanju rizicima kao što su klimatske promene i društvene promene.

Ukratko, ESG pomaže kompanijama da budu odgovorne, inovativne i finansijski uspešne.

III. Korporativno  
upravljanje:  
sukobi,  
mehanizmi,  
rizici i koristi



# Korporativno upravljanje

1

## PRINCIPAL-AGENT ODNOS

---

Vlasnici biraju menadžment koji vodi kompaniju. Ipak, menadžment, koji obično ima više informacija o poslovanju od vlasnika, **nije uvek** motivisan da posluje u najboljem interesu principala.

2

## DRUGE ZAINTERESOVANE STRANE

---

Različiti stejkholderi imaju **različite ciljeve** koji su često međusobno sukobljeni.

3

## NALAŽENJE BALANSA

---

Zadatak korporativnog upravljanja je da **pronađe balans** koji će omogućiti da kompanija **na najbolji način ostvari svoje ciljeve kroz uvažavanje potreba svih stejkholdera.**

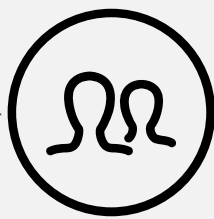
# Mehanizmi korporativnog upravljanja

*Kako bi se postigao balans, kompanije koriste...*



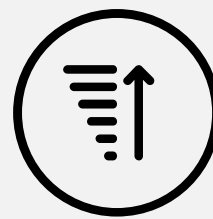
## INFORMISANJE

*Kroz finansijske i druge izveštaje*



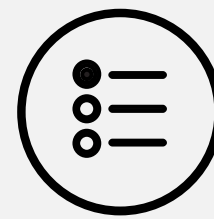
## SKUPŠTINE AKCIONARA

*Redovne ili vanredne*



## SISTEME NAGRAĐIVANJA

*Kroz bonuse, povišice, druge beneficije...*



## KOVENANTE

*Za dužničke izvore finansiranja*

*... i druge metode, što može da dovede do...*



## Efikasnosti

*Unapređenja procesa*



## Efektivnosti

*Nalaženja boljih rešenja*



## Profitabilnosti

*Finansijskih koristi*

IV. Troškovi  
kapitala i  
kapitalno  
budžetiranje



# Kapitalno budžetiranje

1

## OCENA ISPLATIVOSTI INVESTICIONIH PROJEKATA

---

Tehnike kapitalnog budžetiranja se koriste kako bi se **izabrali isplativi investicioni projekti** koje će kompanija implementirati u budućnosti kako bi stvorila vrednost. Postoje **različite tehnike**, npr. neto sadašnja vrednost ili interna stopa prinosa, koje se koriste kako bi se napravio adekvatan izbor.

2

## NOVČANI TOKOVI

---

Da bi se ocenila isplativost nekog projekta, potrebno je proceniti **novčane tokove koje će on generisati u budućnosti** i suočiti ih sa **inicijalnom investicijom**.

3

## TROŠAK KAPITALA

---

Inicijalna investicija se finansira kapitalom – sopstvenim ili pozajmljenim. Da bi analiza bila korektna, potrebno je uzeti u obzir i trošak kapitala. U slučaju da je investicija finansirana iz kombinovanih izvora, za te potrebe se koristi **prosečna ponderisana cena kapitala**.



# WACC

Prosečna ponderisana cena kapitala (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) je varijanta zahtevane stope prinosa na kapital investitora. Kada su projekti u pitanju, ona predstavlja marginalni trošak kapitala koji će biti prikupljen za finansiranje projekta



+ Formula za obračun:

$$WACC = w_d * r_d * (1 - t) + w_e * r_e$$

+ **Ponderi** se određuju u skladu sa **učešćem** pozajmljenog, odnosno sopstvenog kapitala u ukupnom kapitalu koji se koristi za finansiranje projekta

+ Budući da se troškovi kamate priznaju kao rashod u poreske svrhe, finansiranje iz dužničkih izvora donosi **poreske uštede**

+ **Troškovi duga i sopstvenog kapitala** mogu da se ustanove na **različite načine**, o čemu će biti više reči u nastavku

# Trošak kapitala iz pojedinačnih izvora

Neki mogući pristupi za određivanje troška kapitala su:

## Trošak finansiranja iz obveznica

- **Utrđivanje prinosa do dospeća** obveznice rešavanjem sledećeg izraza po  $r_d$ :

$$P_0 = \frac{PMT_1}{\left(1 + \frac{r_d}{2}\right)} + \dots + \frac{PMT_n}{\left(1 + \frac{r_d}{2}\right)^n} + \frac{FV}{\left(1 + \frac{r_d}{2}\right)^n}$$

1. Dodavanje premije na trošak duga:

$$r_e = r_d + \text{Risk premium}$$

2. Korišćenje CAPM:

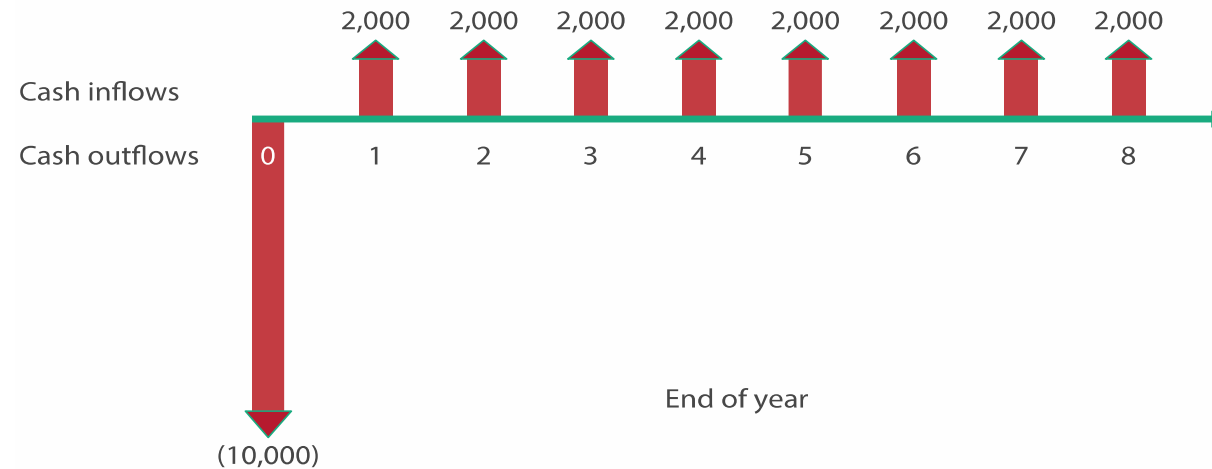
$$E(R_i) = R_F + \beta_i [E(R_M) - R_F]$$

## Trošak sopstvenog kapitala

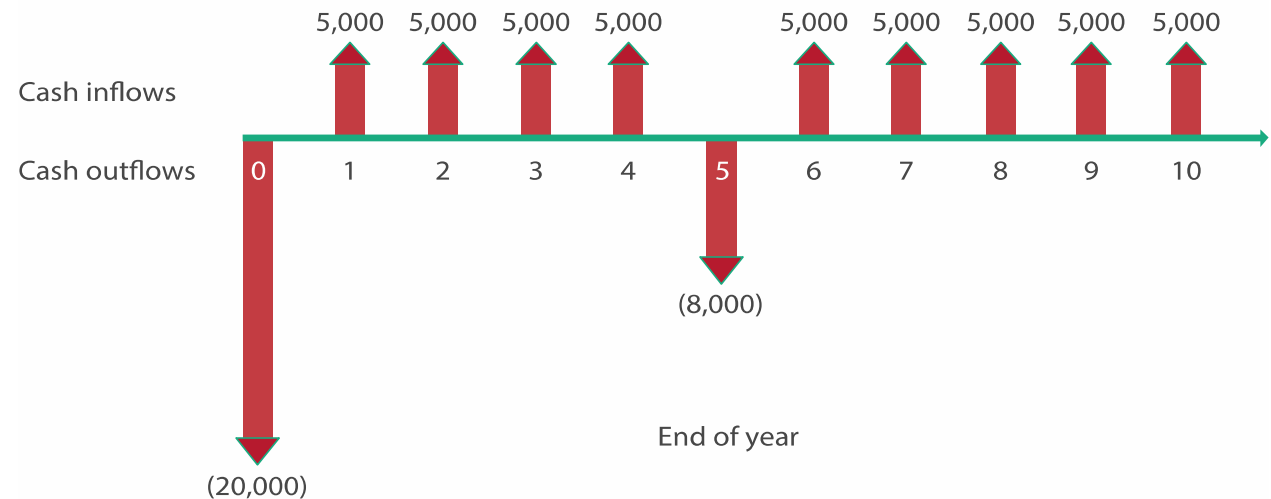
# Projektovanje novčanih tokova

**Novčani tokovi** mogu da budu **konvencionalni** (slika A.) kada se vrši inicijalno ulaganje na početku projekta, da bi se naknadno generisali pozitivni novčani tokovi tokom životnog veka projekta. Drugačija dinamika novčanih tokova se smatra **nekonvencionalnom** (slika B.)

A. Conventional cash flow pattern



B. Unconventional cash flow pattern



# Neto sadašnja vrednost

- **Neto sadašnja vrednost (*Net Present Value – NPV*)** se dobija kao razlika između sadašnje vrednosti budućih novčanih tokova i inicijalne investicije

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - CF_0$$

- **Diskontna stopa** koja se koristi je **WACC**
- NPV pokazuje koliko **vrednosti se kreira za vlasnike**
- Da bi projekat bio isplativ, potrebno je da **NPV > 0**
- Ukoliko se koristi da bi se napravio izbor između više isplativih projekata, optimalno je **izabrati onaj čija je NPV najveća**

# Interna stopa prinosa

- **Interna stopa prinosa (*Internal Rate of Return* – IRR)** predstavlja **diskontnu stopu koja izjednačava sadašnju vrednost budućih novčanih tokova sa inicijalnom investicijom**, odnosno stopu koja **svodi NPV na nulu**
- Ako se u formuli za NPV ona zameni nulom, dobijamo izraz koji može da se reši po  $r$  kako bi se dobila IRR

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - CF_0 \quad \rightarrow \quad \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = 0.$$

- Da bi projekat bio isplativ, potrebno je da **IRR > WACC**, kada će važiti i da je  $NPV > 0$



# **Instrumenti sa fiksni prinosom**

I. Karakteristike  
instrumenta sa  
fiksni  
prinosom



# Instrumenti dužničkog kapitala

Za korporativne izdavaoce

## STRUKTURA DUGA

Kompanije mogu, u zavisnosti od svojih potreba, da pozajmljuju sredstva koristeći sledeće instrumente:

### 1 Kredite/pozajmice

Mogu biti osigurani kolateralom ili ne, uz različite rokove dospeća. Postoji mogućnost da se sa bankom dogovori **kreditna linija** koja može, ali ne mora biti u potpunosti iskorišćena. Takođe, moguće je finansiranje putem **revolving kredita**

### 2 Obveznice

Kao i krediti, mogu da budu osigurane kolateralom ili ne. **Podrazumevaju veći broj poverilaca**, čime se **ograničava rizik** koji preuzima pojedinačni investitor (zajmodavac), ali i **njegova pregovaračka moć**. Ipak, da bi obveznice bile atraktivne potencijalnim kupcima, moraju da ponude zadovoljavajuće uslove. Iako se dugoročni krediti obično amortizuju, a obveznice plaćaju nominalnu vrednost o roku dospeća, **moguće je prilagoditi dinamiku otplate potrebama emitenta na različite načine**

### 3 Faktoring

Podrazumeva **prodaju potraživanja kompanije uz diskont drugoj instituciji, koja će naknadno izvršiti njihovu naplatu**. Na taj način kompanija ranije može da dođe do potrebne gotovine

### 4 Komercijalne papire

Predstavljaju kratkoročne dužničke instrumente (imaju rok dospeća koji je kraći od jedne godine). Uzimajući to u obzir, ne postoji posebna potreba da se plaćaju kuponi tokom trajanja pozajmice, pa se **kamata na ove instrumente zapravo ostvaruje tako što se kupuju uz diskont u odnosu na njihovu nominalnu vrednost**. Često se koriste za premošćavanje jaza u likvidnosti, a **mogu se i emitovati ciklično, kada se ponašaju slično kao revolving krediti**



# Obveznica – definisanje pojma

**Obveznica** je instrument **dugoročnog duga** emitovan od strane države, kompanije ili drugog izdavaoca, najčešće sa unapred određenim novčanim tokovima i rokom dospeća.

## Karakteristike obveznice



### IZDAVALAC

Obveznice mogu da emituju različiti izdavaoci:

- Države
- Opštine
- Finansijske institucije
- **Druge kompanije – korporativne obveznice**
- Međunarodne organizacije
- I drugi



### NOVČANI TOKOVI

Investitor u „tipičnu“ korporativnu obveznicu (*vanilla bond*) plaća cenu obveznice da bi u budućnosti dobio:

- **Kupone** (kamatu koja se periodično plaća prema unapred definisanom rasporedu, najčešće polugodišnje)
- **Nominalnu vrednost** (vrednost na koju obveznica glasi, odnosno glavnica koja se vraća o roku dospeća)

Obveznice mogu biti **beskuponske**. Tada investitori očekuju da se njihovo ulaganje povrati jedino kroz nominalnu vrednost, pa kupuju obveznicu uz **diskont**



### ROK DOSPEĆA

Rok dospeća obveznice je **najčešće unapred jasno definisan**. Međutim, uvek postoji rizik da emitent neće uspeti da isplati dug na vreme. Uz to, postoje brojne mogućnosti da se modifikuju karakteristike obveznice, što može uticati na rok dospeća i učiniti ga neizvesnim



### RIZIK

Svaku hartiju od vrednosti prate određeni rizici. Kada su obveznice u pitanju, dve vrste rizika su posebno značajne:

- **Rizik kamatnih stopa** (rizik promene vrednosti obveznice usled promene opšteg nivoa kamatnih stopa u privredi)
- **Kreditni rizik** (rizik promene vrednosti obveznice usled promene sposobnosti izdavaoca da izvrši ugovorena plaćanja)

# Obveznice – dodatna razmatranja

Pored osnovnih osobina obveznica, obveznice karakterišu i:

## Kovenanti, senioritet i kolateral

- Emitovanje obveznica podrazumeva ulaženje u dužničko-poverilački odnos, koji je bliže određen **Ugovorom o emisiji obveznica** (*bond indenture*)
- Ovaj ugovor određuje **senioritet obveznica**, odnosno prioritet u naplati. Potraživanja po osnovu **seniorskih obveznica** imaju prioritet u odnosu na potraživanja po osnovu **juniorskih obveznica**. Dodatno, obveznice mogu da budu obezbeđene posebnom imovinom - **kolateralom**
- Pored toga, budući da poverioci žele da zaštite svoja potraživanja, ovim ugovorom se predviđaju obaveze emitenta, takozvani **kovenanti**
- Kovenanti mogu biti **pozitivni** (kada propistuju šta je emitent dužan da uradi, npr. da održava racija likvidnosti na određenom nivou) ili **negativni** (kada obavezuju emitenta da se uzdrži od određenih radnji, npr. od povećanja dividendi)
- Dve klauzule se posebno ističu:
  1. **cross-default** – podrazumeva da ukoliko emitent ne izvršava obaveze po osnovu drugih dugova, istovremeno se smatra da ne izvršava obaveze ni povodom razmatrane obveznice
  2. **pari passu** - podrazumeva da se dve vrste duga tretiraju na isti način u smislu prioriteta u naplati

## Način navođenja cene

- Kuponi obveznice se isplaćuju prema unapred utvrđenom rasporedu, ali **kamata se akumulira svakodnevno**
- Iz tog razloga, dolazi do varijacija u punoj ceni obveznice (**dirty price**) koje se dešavaju samo zbog dinamike isplate kupona
- Da bi se eliminisao ovaj efekat, na tržištima se navodi „čista“ cena (**clean price**) koja zanemaruje vrednost akumuliranog tekućeg kupona i koja prikazuje kako se cena obveznice menja usled razmatranja faktora koji fundamentalno utiču na vrednost obveznica (novčani tokovi, rizik i vreme)

## Valuta

- Dodatno treba voditi računa o **valuti** u kojoj je obveznica emitovana, budući da to može da predstavlja **dodatni izvor rizika za investitora/emitenta**

## Ugrađene opcije i druge specifičnosti

- Obveznice su instrumenti koji za razliku od običnih akcija **omogućavaju brojne modifikacije kako bi se zadovoljile potebe emitenta i investitora**, a koje svakako utiču na vrednost obveznice

II. Novčani  
tokovi  
instrumenata sa  
fiksni  
prinosom



# Potencijalne specijalne karakteristike

Obveznice koje nisu *vanila bonds* mogu da imaju razne specifičnosti koje dominantno utiču na:

## Kupon



Obveznica čiji kupon se menja tako da prati neku referentnu kamatnu stopu, npr. EURIBOR (**FRN – Floating Rate Note**)



Obveznice čiji kupon se vremenom povećava (**Step-Up Coupon Bonds**) i obveznice čiji kupon se menja u skladu sa promenom kreditnog rejtinga emitenta (**Credit-Linked Coupon Bonds**)



Obveznice koje omogućavaju da se kupon isplati u vidu podele drugih instrumenata investitoru umesto novca (**Payment in Kind Bonds**) ili odloženo plaćanje kupona (**Deferred Coupon Bond**)



Obveznice čiji kupon (a često i nominalna vrednost) prati neki indeks, npr. **TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities)**

## Glavnicu



Opoziva obveznica (**Callable Bond**) – obveznica koju emitent može da opozove pre roka dospeća po ceni opoziva



Obveznica koju investitor može da vrati emitentu pre roka dospeća po unapred utvrđenoj ceni (**Puttable Bond**)



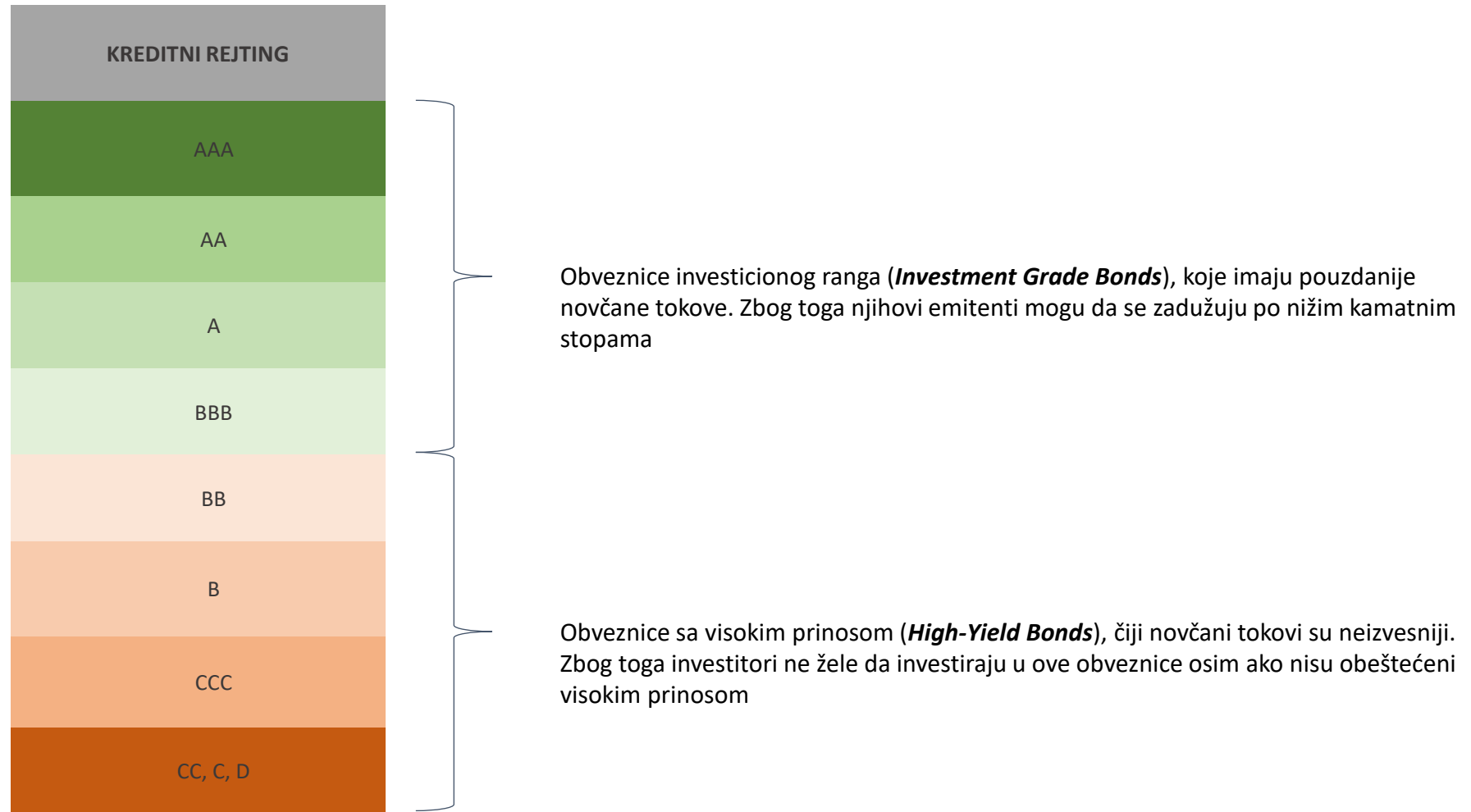
Konvertibilna obveznica - obveznica koja može da se konvertuje u neke druge hartije od vrednosti npr. akcije po želji emitenta, u skladu sa unapred definisanim uslovima (**Convertible Bond**)



Obveznica koja se prinudno konvertuje u akcije ukoliko se ispune unapred utvrđeni uslovi (**CoCo – Contingent Convertible**)

# Investicioni rejting obveznice

U zavisnosti od sposobnosti emitenta da izmiri dug, obveznice (ali i emitenti) dobijaju različite kreditne rejtinge od strane agencija koje su za to specijalizovane



III. Izdavanje i  
trgovanje  
instrumenta sa  
fiksni  
prinosom



# Razvrstavanje dužničkih instrumenata

Dužnički instrumenti mogu da se podele prema:

## EMITENTU

Izdavaoci mogu biti pojedinci (za kredite), finansijske institucije, druge kompanije, države, opštine, međunarodne institucije...

## KREDITNOM REJTINGU

Instrumenti mogu biti investicionog ranga, kada se smatraju sigurnijim ulaganjem, ili špekulativnog ranga, kada se smatraju rizičnijim.

## TIPU KUPONA

Obveznice mogu biti kuponske (kada periodično plaćaju kupon) ili beskuponske (kada se kupuju uz diskont u odnosu na nominalnu vrednost).

## ROKU DOSPEĆA

Instrumenti sa rokom dospeća do jedne godine se svrstavaju u kratkoročne instrumente i oni čine tržište novca, a instrumenti sa dužim rokom dospeća se svrstavaju u dugoročne instrumente kojima se trguje na tržištu kapitala.

## GEOGRAFSKOM KRITERIJUMU

Instrumenti mogu biti emitovani na razvijenim tržištima (*Developed Markets*) ili na tržištima u razvoju (*Emerging Markets*).

# Specifičnosti tržišta obveznica

Tržište obveznica je drugačije od tržišta akcija, što je posledica karakteristika ovih instrumenata.

## Dilerska tržišta

- Obične akcije su prilično standardizovan instrument, ali svaka obveznica je instrument čije **karakteristike moraju posebno da izuče** da bi se razumelo koje su očekivane koristi i rizici. Primera radi, jedno ad obično emituje samo jednu klasu akcija, ali može emitovati obveznice koje se razliku po kuponu, roku dospeća i drugim karakteristikama
- Iz tog razloga, obveznicama se obično ne trguje na berzama, već na **dilerskim tržištima**, gde posrednici prihvataju da drže određene zalihe kako bi bili u mogućnosti da kreiraju ponudu i tražnju
- **Likvidnost** ovih HoV je **često manja** od likvidnosti akcija

## Primarno tržište

- Emisija obveznica može da se izvrši putem **javne ponude** ili preko **privatnog plasmata**
- Emisiju „potpisuje“ posrednik (**Underwriter**), koji obavlja ulogu dilera
- Za veće emisije se organizuje **sindikat**, kako jedan posrednik ne bi snosio preveliki rizik

## Sekundarno tržište

- Najčešće su u pitanju dilerska tržišta
- Posrednici kreiraju tržište tako što kupuju i prodaju HoV i ostvaruju zaradu preko razlike u ceni
- Razlika u kupovnoj i prodajnoj ceni (**Bid-Ask Spread**) je indikator likvidnosti određene HoV

## Indeksi obveznica

- Budući da se obveznice razlikuju po svojim karakteristikama, to takođe utiče na formiranje indeksa koji prikazuju prinose obveznica
- Primera radi, obveznice imaju rok dospeća, pa **ne mogu zauvek da budu deo nekog indeksa**
- Pošto su neke obveznice nelikvidne, postoji i **problem nedostupnosti podataka o ceni**
- Dodatno, posebnih izdanja obveznica ima značajno više nego akcija, što problem čini još kompleksnijim
- Indeksi obveznica se zato formiraju **prema različitim kriterijumima**:
  1. Vrsti emitenta
  2. Podvrsti finansijskog instrumenta (obveznice opšte obligacije, kolateralizovane obveznice)
  3. Dospeću
  4. Valuti
  5. Kreditnom rejtingu
  6. Postojanju zaštite u odnosu na inflaciju



# Zakon o tržištu kapitala

- + **Prospekt je obavezan za javne ponude** hartija od vrednosti, ali postoje izuzeci
- + Svakako se može sastaviti i **dobrovoljno** – i u tom slučaju **mora da bude usaglašen sa propisima**

„**Prospekt** sadrži sve informacije koje su neophodne investitorima da izvrše objektivnu procenu:

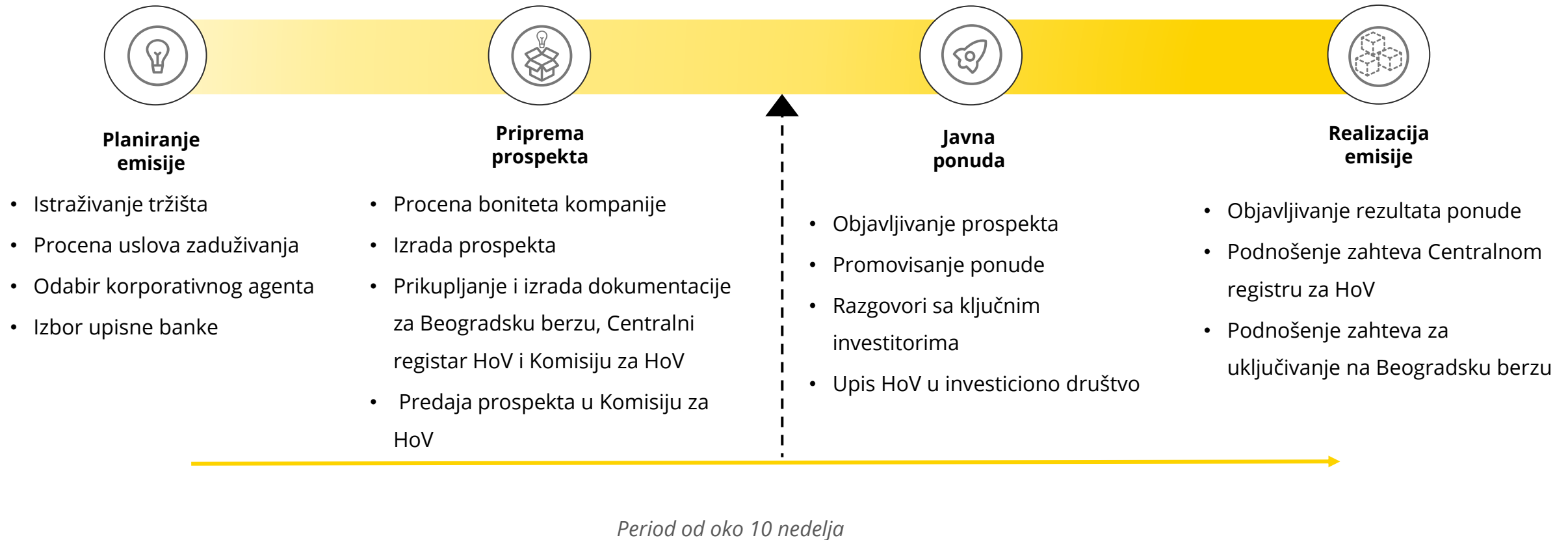
- 1) **imovine i obaveze, dobiti i gubitka, finansijskog položaja i potencijalnih poslovnih rezultata izdavaoca i svih jemaca,**
- 2) **prava iz hartija od vrednosti i**
- 3) **razloga za izdavanje i njegovog uticaja na izdavaoca.“**

- + Prospekt može da se sačini kao jedan dokument (**jedinstveni prospekt**) ili iz više posebnih dokumenata (**podeljeni prospekt**)
- + **Podeljeni prospekt** se sastoji od:
  - 1) **dokumenta o registraciji** koji sadrži informacije o izdavaocu
  - 2) **dokumenta o hartijama od vrednosti** koje se nalaze u javnoj ponudi ili će biti uključene u trgovanje na regulisano tržište, odnosno MTP
  - 3) **skraćenog prospekta**, koji sadrži ključne informacije i čita se kao uvod u prospekt

- + Izdavalac čije su hartije od vrednosti na regulisanom tržištu/MTP-u može svake godine da sačini **univerzalni dokument o registraciji**, koji se podnosi Komisiji na odobrenje, ali nakon dve godine može da počne da se dostavlja komisiji bez odobrenja

- + **Za nevladničke hartije od vrednosti**, prospekt može da se sačini kao **osnovni prospekt** koji sadrži informacije o izdavaocu i hartijama od vrednosti, kao i:
  - 1) „**Obrazac konačnih uslova**“ – koji se popunjava za svako pojedinačno izdanje
  - 2) internet stranicu na kojoj će se objaviti konačni uslovi

# Faze emitovanja korporativnih obveznica



IV. Procena  
obveznica sa  
fiksni  
prinosom: cene  
i prinosi



# Različite definicije vrednosti koje su povezane sa obveznicama

## Nominalna vrednost

U pitanju je **vrednost na koju obveznica glasi**, odnosno glavnica koja se vraća o roku dospeća

## Knjigovodstvena vrednost

Obveznice se računovodstveno obuhvataju na različite načine, što zavisi od toga da li je u pitanju aktiva ili obaveza kompanije, kao i od izabranih računovodstvenih politika



## Tržišna vrednost

Odnosno **cena** obveznice, zavisi od ponude i tražnje na tržištu



## Fundamentalna (stvarna, intrinzična) vrednost

Pokazuje kolika „bi trebalo“ da bude cena obveznice na tržištu **ako bi se uvažili svi relevantni faktori** koji utiču na njenu vrednost

**Kada se govori o vrednosti obveznice, misli se upravo na njenu fundamentalnu vrednost**

# Vrednovanje obveznica

Koraci u procesu su sledeći:

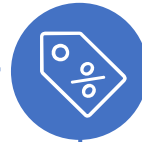
Utvrđivanje novčanih tokova



Novčani tokovi obveznice su pre svega **kuponi i nominalna vrednost**

Dodatno treba razmotriti **da li je verovatno da se naplate svi novčani tokovi** u punom iznosu i po predviđenom rasporedu

Utvrđivanje diskontne stope



**Diskontna stopa** treba da uvaži **opšti nivo kamatnih stopa**, ali i **rizike** koji su vezani za konkretnu obveznicu

Najznačajniji rizik je **kreditni rizik**, ali treba uzeti u obzir i druge rizike, npr. **likvidnosti** ili **inflacije**

Nalaženje sadašnje vrednosti



Treba **diskontovati sve novčane tokove** na sadašnji trenutak i sabrati ih

Rezultat je **vrednost obveznice**

# Vrednovanje obveznica - formula

U pitanju je primena koncepta vremenske vrednosti novca

Beskuponske obveznice

$$V = \frac{FV}{(1+r)^n}$$

$$V = \frac{I}{(1+r)^1} + \frac{I}{(1+r)^2} + \dots + \frac{I + FV}{(1+r)^n}$$

Kuponske obveznice

## Vrednovanje obveznica

Kolika je vrednost obveznice iz primera na dan 1.1.2024?

### INFORMACIJE O OBVEZNICI:

- Nominalna vrednost: **1.000 RSD**
- Kuponska stopa: **5% p.a.**
- Učestalost isplate kupona: **godišnja isplata**
- Datum emisije: **1.1.2023.**
- Datum dospeća: **31.12.2038.**
- Dodatne karakteristike: /

### TRŽIŠNI USLOVI NA DAN 1.1.2024:

- **Uporedive obveznice** se izdaju uz kuponsku stopu na nivou od **10%**
- **Kreditni rejting** emitenta se nije pogoršao, već je porastao opšti nivo kamatnih stopa
- Uprkos povećanju kamatnih stopa, tržište obveznica je ostalo **veoma likvidno**

### VREDNOST OBVEZNICE:

$$V = \frac{50}{(1+0,1)^1} + \frac{50}{(1+0,1)^2} + \dots + \frac{1.050}{(1+0,1)^{15}} = 619,3$$

# Vrste prinosa obveznica

Izražavanje cena obveznica

**Prljava cena** = Sadašnja vrednost novčanih tokova obveznice

**Čista (kvotirana) cena** = **Prljava cena** – **Akumulirana kamata**

**Akumulirana kamata** = Kupon  $\frac{\text{broj dana od poslednje isplate kupona}}{180}$

**Ukupni prinos** =  $\frac{\text{Prljava cena 1} - \text{Prljava cena 0}}{\text{Prljava cena 0}} = \frac{\text{Promena prljave cene}}{\text{Prljava cena 0}} \rightarrow \frac{\Delta \text{ Prljava cena}}{\text{Inicijalna investicija}}$

**Cenovni prinos** =  $\frac{\text{Čista cena 1} - \text{Čista cena 0}}{\text{Prljava cena 0}} = \frac{\text{Promena čiste cene}}{\text{Prljava cena 0}} \rightarrow \frac{\Delta \text{ Čista cena}}{\text{Inicijalna investicija}}$

**Kuponski prinos** =  $\frac{\text{Promena u akumuliranoj kamati}}{\text{Prljava cena 0}} \rightarrow \frac{\Delta \text{ Akumulirana kamata}}{\text{Inicijalna investicija}}$



# Prinos tokom perioda držanja obveznice - Primer

Izračunavanje prinosa

Obveznica kompanije Beograd a.d. ima **nominalnu vrednost** (par) od €1,000, kupon od 9 procenata i **polugodišnje isplate**. Obveznica je izdata 1. januara 2024. godine i kupljena po nominalnoj vrednosti. Prvi kupon će biti isplaćen 1. jula 2024. godine.



Obveznica se kotira po **čistoj ceni** od €1,025 **nakon dva meseca**.



Izračunajte ukupni prinos i njegove komponente.

$$\text{Polugodišnji kupon} = €1,000 \times 9\% \times 0.5 = €45$$

$$\text{Obračunata kamata} = \frac{2}{6} \times €45 = €15$$

$$\text{Prinos od prihoda} = \frac{€15}{€1,000} = 0.015 = 1.5\%$$

$$\text{Prinos od promene cene} = \frac{€1,025 - €1,000}{€1,000} = 0.025 = 2.5\%$$

$$\text{Ukupni prinos} = \frac{€1,025 + €15 - €1,000}{€1,000} = 0.04 = 4\%$$

# Prinos od Kupona, Prinos od cene & Ukupni prinos za obveznicu

Komponente prinosa

Na dan 1. januara izdata je obveznica nominalne vrednosti od €1,000 sa kamatnom stopom od 9% i polugodišnjom isplatom kamata. Obveznica je kupljena po pari. Prva kamata će biti isplaćena 1. jula. Obveznica je kotirana na sledeće datume po čistim cenama:

- 30. aprila po ceni od €1,035
- 31. maja po ceni od €1,050

Izračunajte stopu prinosa za period od 30. aprila do 31. maja, uključujući komponente prinosa od cene i prinosa od prihoda.

Akumulirane kamate do 30. aprila iznose =  $\frac{4}{6} \text{€}45 = \text{€}30$

a do 31. maja iznose =  $\frac{5}{6} \text{€}45 = \text{€}37.5$

Promena u akumuliranim kamatama iznosi =  $\text{€}7.5$

Prljava cena 30. aprila iznosi =  $\text{€}1,035 + \text{€}30 = \text{€}1,065 = V_0$

Prljava cena 31. maja iznosi =  $\text{€}1,050 + \text{€}37.5 = \text{€}1,087.5 = V_1$

$$\text{Ukupni prinos} = \frac{\text{€}1,050 + \text{€}7.5 - \text{€}1,035}{\text{€}1,065} = \frac{\text{€}1,087.5 - \text{€}1,065}{\text{€}1,065} = 0.02113 \approx 2.11\%$$

$$\text{Prinos od cene} = \frac{\text{€}1,050 - \text{€}1,035}{\text{€}1,065} = 0.01408 \approx 1.40\%$$

$$\text{Prinos od prihoda} = \frac{\text{€}7.5}{\text{€}1,065} = 0.00705 \approx 0.70\%$$

# Prinosi obveznice

Razlikujemo više stopa prinosa na obveznice:



## Kuponski (nominalni) prinos

Predstavlja **nominalnu kamatnu stopu** izraženu na godišnjem nivou



## Tekući prinos

Izračunava se kao **odnos godišnjeg kupona i tekuće cene** obveznice



## Prinos do dospeća

U pitanju je diskontna stopa koja izjednačava sadašnju vrednost budućih novčanih tokova obveznice i njenu cenu, odnosno **interna stopa prinosa**. Pokazuje prinos koji će investitor zaraditi ako:

1. Drži obveznicu do dospeća
2. Dobije sve novčane tokove po unapred određenom rasporedu
3. Reinvestira sve kupone po istoj toj stopi

# Odnos diskontne stope i cene obveznice

Odnos između diskontne stope (prinosa do dospeća) i cene obveznice je **inverzan**

**$r >$  kuponska stopa**

Cena obveznice je **manja od nominalne vrednosti**, odnosno obveznica se prodaje uz **diskont**

**$r =$  kuponska stopa**

Cena obveznice je **jednaka nominalnoj vrednosti**, odnosno nema ni premije ni diskonta

**$r <$  kuponska stopa**

Cena obveznice je **veća od nominalne vrednosti**, odnosno obveznica se prodaje uz **premiju**

**$\uparrow r \rightarrow \downarrow$  cene obveznice**

Kada **diskontna stopa raste, cena obveznice pada**. Ovaj efekat je izraženiji kod obveznica sa dužim rokom dospeća

**$\downarrow r \rightarrow \uparrow$  cene obveznice**

Kada **diskontna stopa pada, cena obveznice raste**. Ovaj efekat je izraženiji kod obveznica sa dužim rokom dospeća

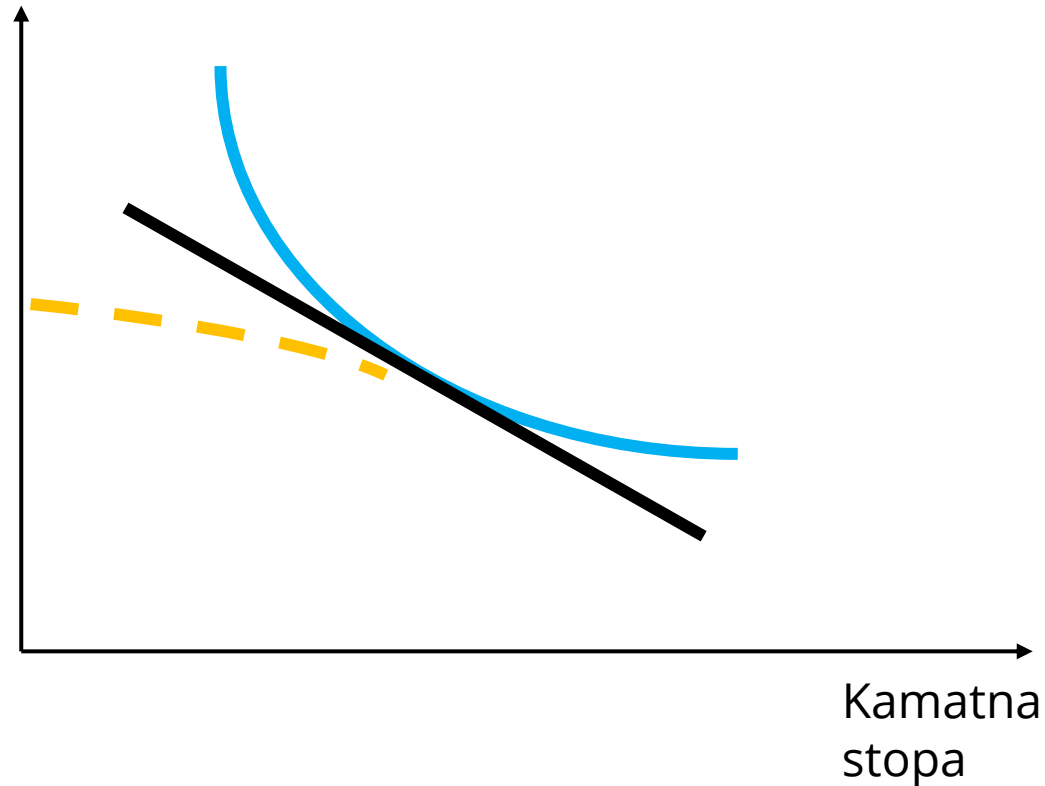
# Trajanje (duracija) obveznice



- Trajanje  $\approx$  Osetljivost cene obveznice na promenu kamatne stope.

$$\text{Effective Duration} = \frac{PV_- - PV_+}{2 \times PV_0 \times \Delta r}$$

Cena  
obveznice



\*Za beskuponske obveznice:  
trajanje = dospeće (*duration = maturity*)

\*\*Podešavanje za konveksnost

$$\Delta BP / BP = -D \times \Delta y + 0.5 C \times \Delta y^2$$

# Pripisivanje (atribucija) prinosa obveznica

## I Protok vremena

- Rolanje
- Prinos (amortizacija i kupon)

## II Promene krive

- Paralelna pomeranja
- Nagib
- Zakrivljenost

## III Promene kreditnog raspona (spread)

- Sistematski
- Specifično za obveznicu

# I Protok vremena

**Protok vremena = Spuštanje po krivoj + Početni prinos**

**Spuštanje po krivoj** (tokom normalnog tržišta sa navviše nagnutom krivom prinosa)

+

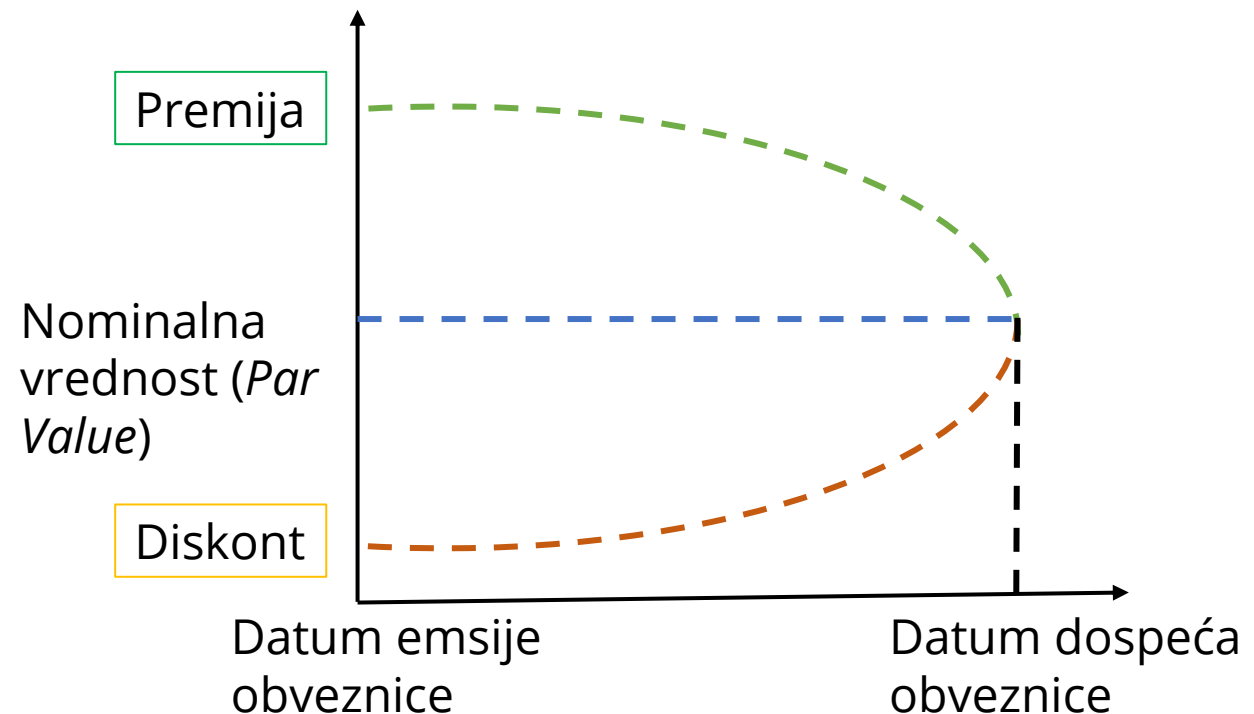
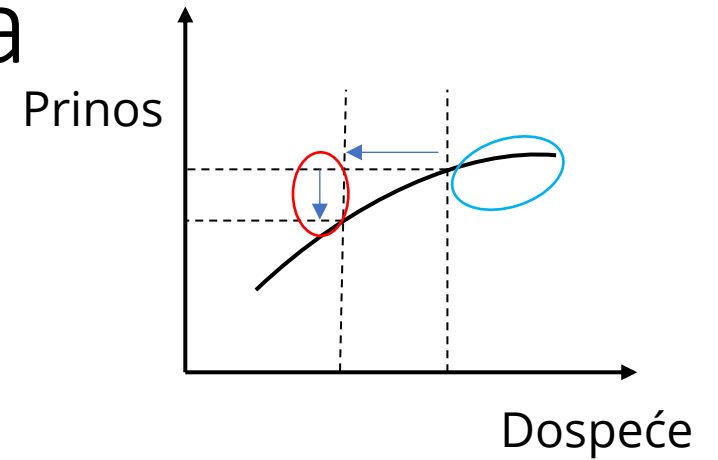
**Početni prinos** = Kupon + *Amortizacija*

Kuponske obveznice vs. Obveznice bez kupona

Kuponska stopa vs. Tržišna stopa

*Amortizacija* → Povlačenje na nominalnu vrednost

Premija vs. Diskont

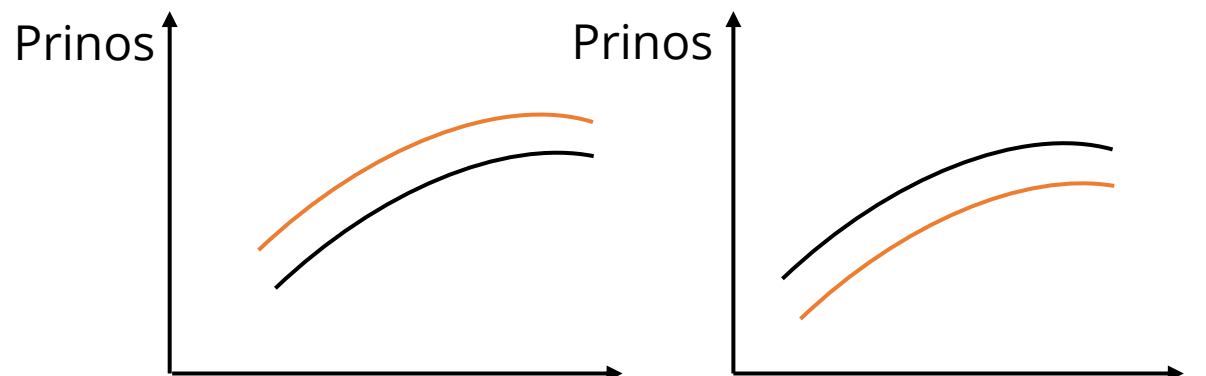


# II Promene krive kamatnih stopa

- Paralelne promene →

- **Pomeranja krive:**

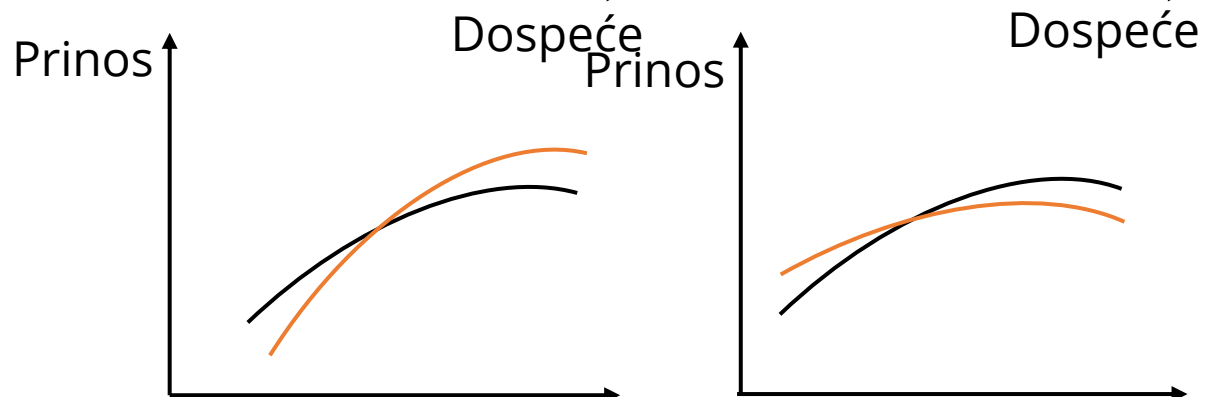
- Na gore
    - Na dole



- Neparalelene promene →

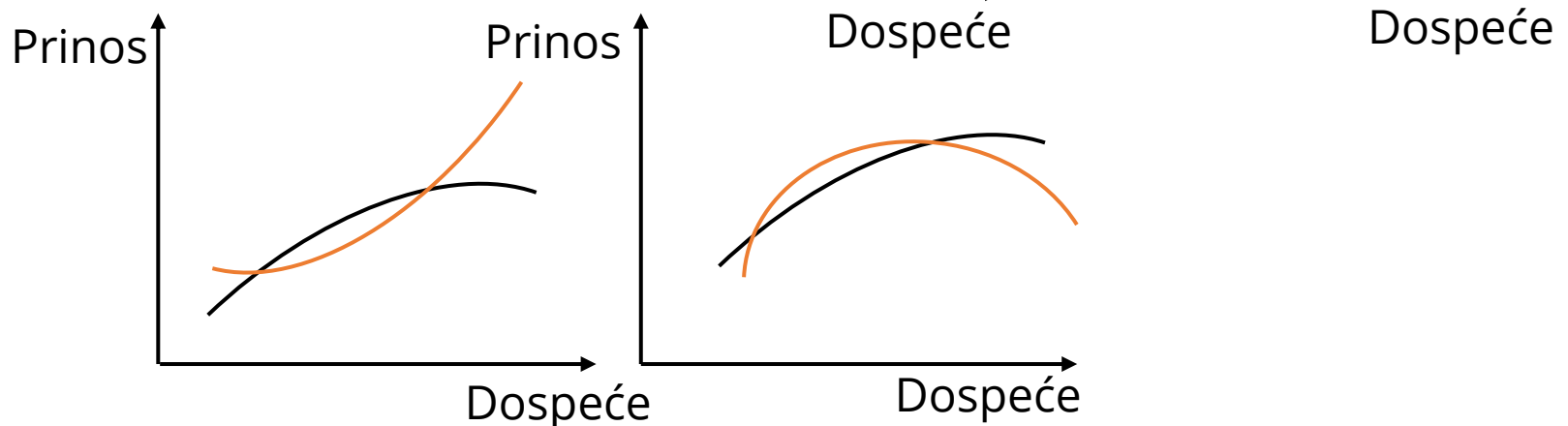
- **Promena nagiba:**

- Vertikalna promena
    - Horizontalna promena



- **Zakrivljenost:**

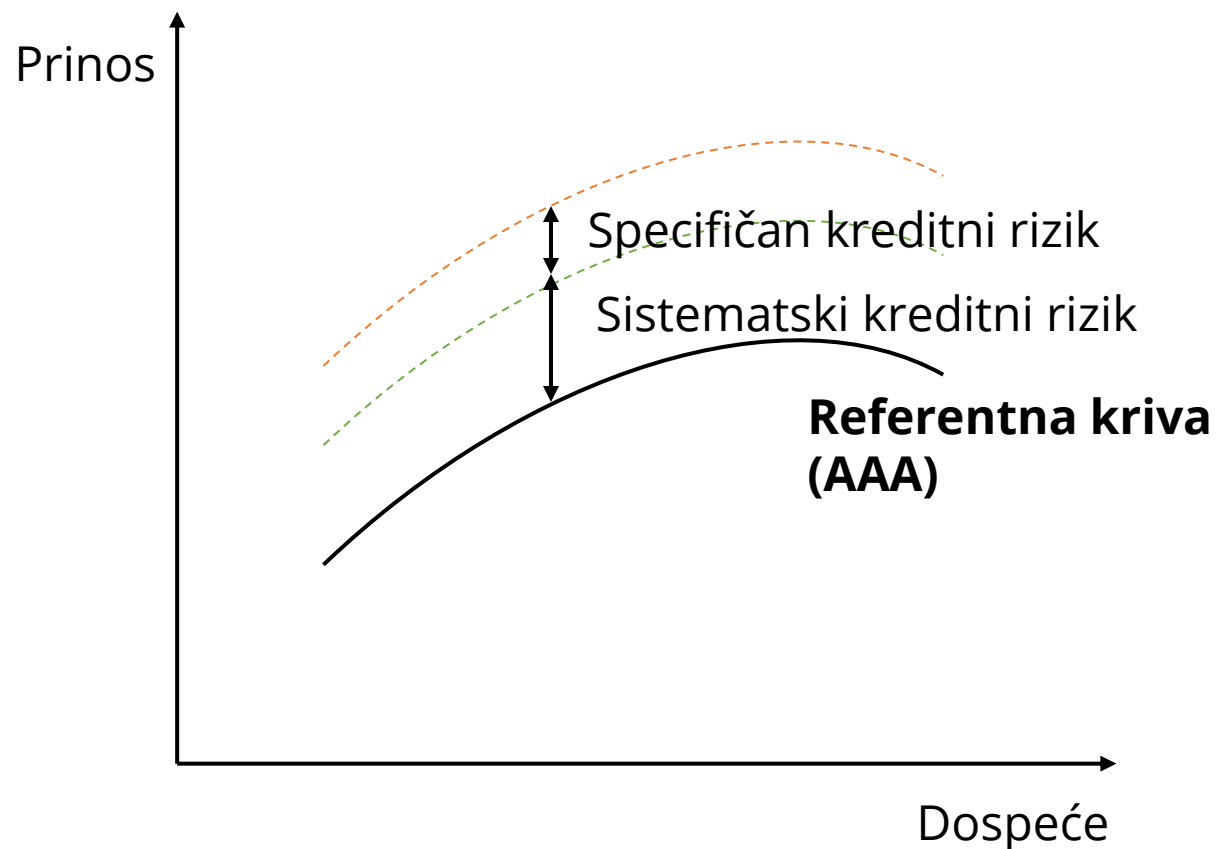
- Povećanje
    - Smanjenje



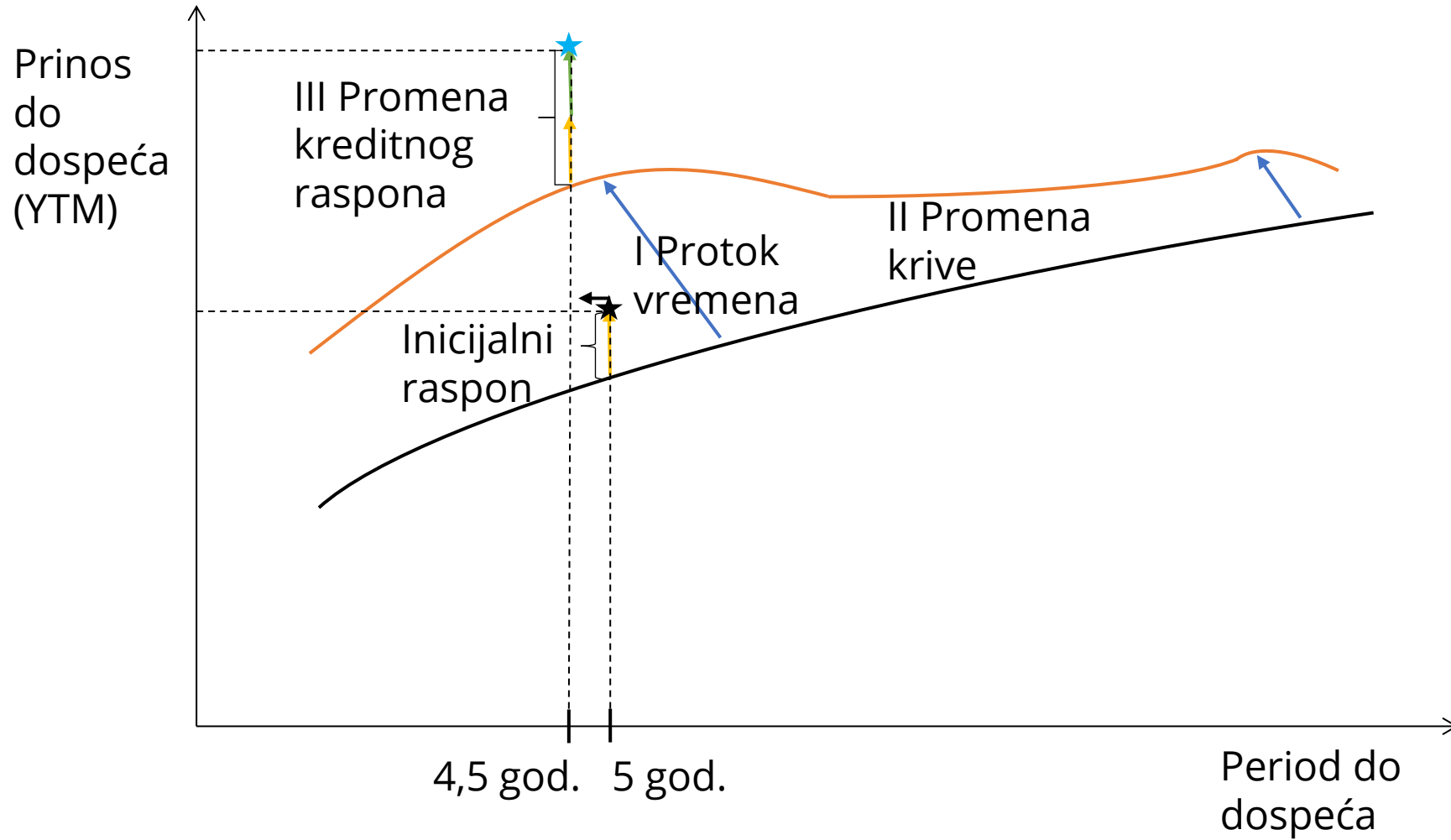


# III Promene kreditnog raspona

- Kreditni rizik
- Kreditni raspon(spread):
  - **Širenje** (Widening)
  - **Sužavanje** (Narrowing)
- Komponente:
  - **Sistematski** (Systematic)  
(specifičan za sektor / raspon kreditnog rejtinga)
  - **Specifičan za obveznicu** (Bond specific)  
(idiosinkratski spread)

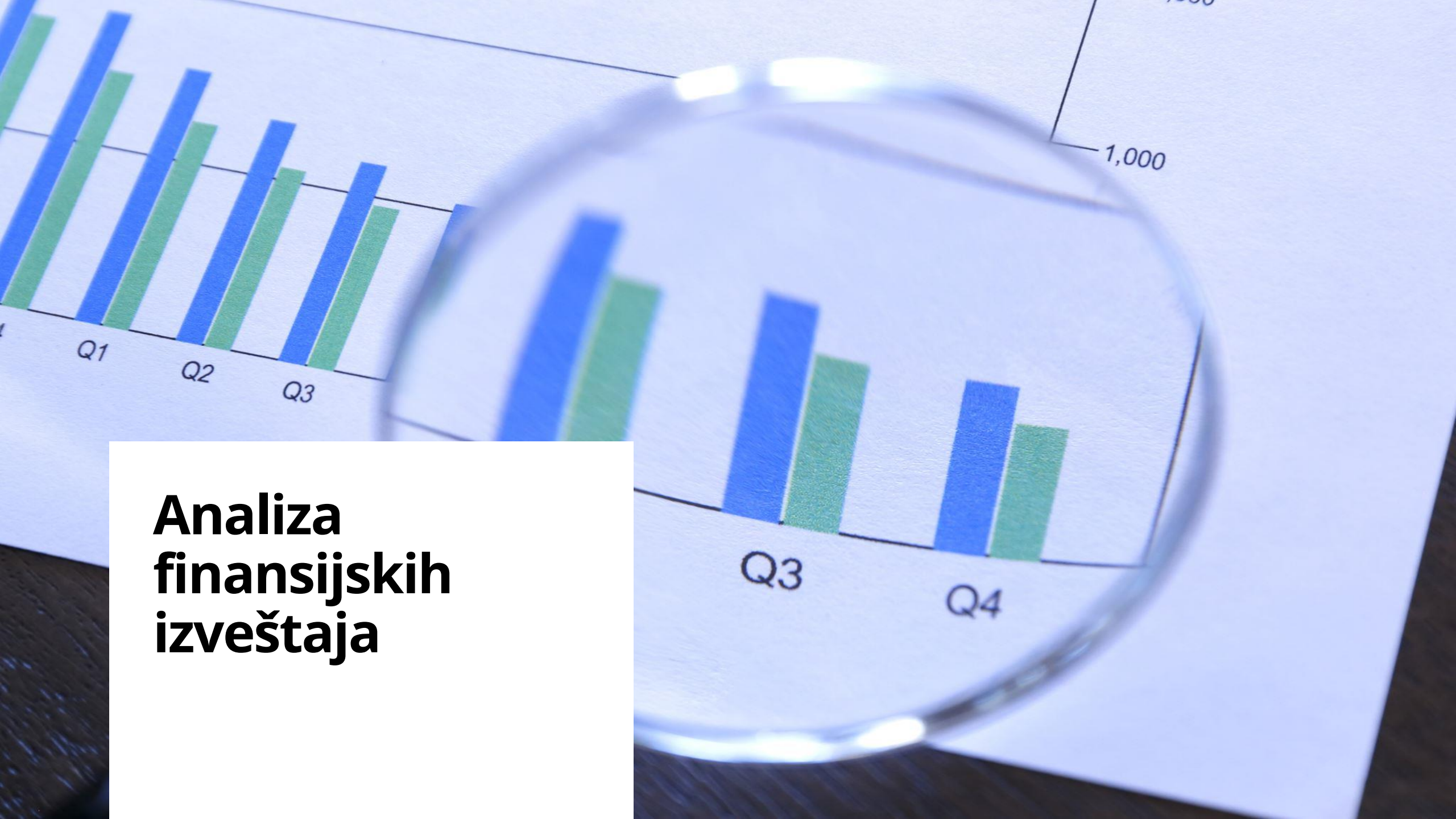


# Primer – promena faktora koji utiču na prinos obveznica



## Razumevanje prinosa obveznica

Segment	Portfolio	Investicioni reper	Protok vremena			Promene krive			Promene kreditnog raspona		Ukupan dodatni prinos
			Kupon	Amortizacija	Rolovanje	Pomeranje	Nagib	Zakrivljenost	Sistemska	Specifičan	
Državne	10%	20%	-0.24%	0.05%	-0.04%	0.39%	0.09%	0.10%	0.00%	0.00%	0.35%
Korporativne	10%	15%	-0.12%	0.02%	-0.02%	0.20%	0.04%	0.05%	0.04%	0.02%	0.22%
<b>Kratkoročne ukupno</b>	<b>20%</b>	<b>35%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>0.07%</b>	<b>-0.07%</b>	<b>0.59%</b>	<b>0.13%</b>	<b>0.14%</b>	<b>0.04%</b>	<b>0.02%</b>	<b>0.56%</b>
Državne	10%	20%	-0.29%	0.09%	-0.04%	0.68%	0.04%	0.04%	0.00%	0.00%	0.52%
Korporativne	20%	15%	0.15%	-0.04%	0.02%	-0.34%	-0.02%	-0.02%	-0.06%	0.00%	-0.31%
<b>Kratkoročne ukupno</b>	<b>30%</b>	<b>35%</b>	<b>-0.14%</b>	<b>0.05%</b>	<b>-0.02%</b>	<b>0.34%</b>	<b>0.02%</b>	<b>0.02%</b>	<b>-0.06%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.21%</b>
Državne	20%	20%	0.13%	-0.02%	0.02%	-0.46%	0.04%	0.07%	0.00%	0.00%	-0.22%
Korporativne	30%	15%	0.42%	-0.05%	0.07%	-1.37%	0.13%	0.21%	-0.26%	0.13%	-0.75%
<b>Kratkoročne ukupno</b>	<b>50%</b>	<b>30%</b>	<b>0.55%</b>	<b>-0.08%</b>	<b>0.08%</b>	<b>-1.83%</b>	<b>0.17%</b>	<b>0.28%</b>	<b>-0.27%</b>	<b>0.13%</b>	<b>-0.97%</b>
<b>Ukupno</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>0.05%</b>	<b>0.04%</b>	<b>-0.002%</b>	<b>-0.90%</b>	<b>0.31%</b>	<b>0.45%</b>	<b>-0.29%</b>	<b>0.15%</b>	<b>-0.19%</b>



# Analiza finansijskih izveštaja

# I. Uvod u analizu finansijskih izveštaja



# Uloga finansijskog isveštavanja

- + Kompanije sastavljaju **set finansijskih izveštaja**:
  - 1) **bilans uspeha**
  - 2) **bilans stanja**
  - 3) **izveštaj o novčanim tokovima**
  - 4) **izveštaj o promenama na kapitalu**
  - 5) **napomene uz finansijske izveštaje**
- + Pored ovih izveštaja, investitori koriste i:
  - 1) **izveštaj menadžmenta**
  - 2) **izveštaj revizora**
  - 3) **druge informacije**

**IASB-ov Konceptualni okvir:** „Uloga finansijskog izveštavanja je da pruži finansijske informacije o entitetu koji sastavlja izveštaje koje su korisne za postojeće i potencijalne investitore, davaoce kredita i druge poverioce kako bi mogli da donesu odluku o davanju finansijskih sredstava. Te odluke se odnose na kupovinu, prodaju ili zadržavanje **instrumenata vlasničkog i dužničkog kapitala i davanja i okončanja kredita i drugih pozajmica.**“

- + Investitori mogu da koriste informacije iz **finansijskih izveštaja** zajedno sa **drugim informacijama** kako bi formirali mišljenje o sposobnosti kompanije da stvara **profit i pozitivne novčane tokove**

- + Interesi poverioca se razlikuju od interesa vlasnika kompanije, pa ih zanimaju drugačije informacije. U zavisnosti od vrste pozajmljenih sredstava, poverioci se manje ili više interesuju za **likvidnost, solventnost i profitabilnost** kompanije
- + Investitori u obveznice takođe uzimaju u obzir i **kreditni rejting obveznice**, koji se dodeljuje između ostalog na osnovu analize finansijskih izveštaja kompanije

- + Da bi informacije iz finansijskih izveštaja mogle da se koriste na adekvatan način, potrebno je razumeti računovodstvene principe, kao što je **obračunsko računovodstvo** – princip koji podrazumeva da se **prihodi i rashodi evidentiraju u trenutku njihovog nastanka**, bez obzira na to da li su praćeni odgovarajućim novčanim tokovima

# Finansijski izveštaji

Godišnji set finansijskih izveštaja podrazumeva:

## Izveštaj o ukupnom rezultatu

**Ukupni rezultat** prikazuje promene sopstvenog kapitala tokom određenog perioda koje nisu posledica transakcija sa vlasnicama. Obuhvata **neto dobitak i ostali ukupni rezultat (OCI)**

## Bilans stanja

Pokazuje **finansijsku poziciju** kompanije na određeni dan kroz prezentovanje njene imovine (aktive) i izvora finansiranja te imovine (pasive), pri čemu važi:  
**Aktiva = Sopstveni kapital + Obaveze**

## Izveštaj o novčanim tokovima

Pokazuje **promene pozicije gotovine** koje su se dogodile tokom određenog perioda, a koje mogu da potiču iz **poslovnih aktivnosti, aktivnosti investiranja ili aktivnosti finansiranja**

## Izveštaj o promenama na sopstvenom kapitalu

Prikazuje **promene** koje su se dogodile **na sopstvenom kapitalu** tokom određenog perioda, bilo da su u pitanju promene koje su posledica **uspešnosti poslovanja kompanije**, bilo da su u pitanju promene koje su posledica **transakcija sa vlasnicima**

## Napomene uz finansijske izveštaje

Pružaju **dodatne informacije** koje su korisne za analizu ostalih izveštaja

# Okvir za finansijsku analizu

## Financial Statement

### Balance Sheet

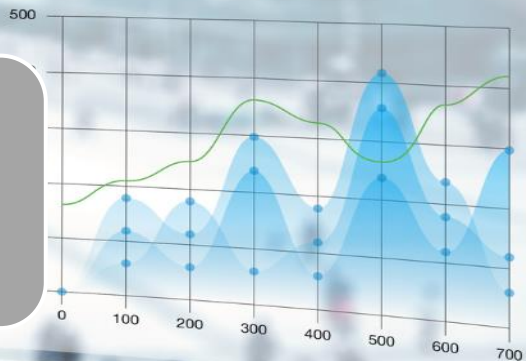
	Current	Previous
<b>Assets</b>		
Current Assets	5,867	2,100
Non-Current Assets	18,386	12,000
<b>Total Assets</b>	<b>\$ 24,253</b>	<b>\$ 14,100</b>
<b>Liabilities</b>		
Current Liabilities	2,100	8,200
Non-Current Liabilities		
<b>Total Liabilities</b>		<b>\$ 11,076</b>
<b>Shareholders' Equity</b>		
Equity Capital	4,180	620
Retained Earnings		
<b>Total Shareholders' Equity</b>	<b>\$ 4,800</b>	<b>\$ 4,800</b>
<b>Total Liabilities And Shareholders' Equity</b>	<b>\$ 15,876</b>	<b>\$ 15,876</b>

### Cash Flow Statement

	Current	Previous
<b>Operating Activities</b>		
Income	1,241	212
Adjustments To Reconcile Net Income	1,450	365
Changes In Operating Assets And Liabilities	890	267
<b>Total Operating Activities</b>	<b>\$ 3,581</b>	<b>\$ 844</b>
<b>Investing Activities</b>		
Marketable Securities	(270)	(42)
Property, Plant And Equipment	(891)	(151)
<b>Total Investing Activities</b>	<b>\$ (1,161)</b>	<b>\$ (193)</b>
<b>Financing Activities</b>		
Issuance Of Debt	3,077	1,450
Repayment Of Debt	(852)	(291)
<b>Total Financing Activities</b>	<b>\$ 2,225</b>	<b>\$ 1,159</b>

### Income Statement

	Current	Previous
Net Sales	9,682	6,201
Cost of Sales		
<b>Gross Margin</b>		
Operating Expenses		
Administrative Expenses		
<b>Total Operating Expenses</b>		
<b>Operating Income</b>		
Income Tax		
<b>Net Income</b>		





## II. Analiza bilansa uspeha



# Bilans uspeha – definicija i sadržaj

## DEFINICIJA:

- U pitanju je finansijski izveštaj koji kroz sučeljavanje prihoda i rashoda prikazuje rezultat koji je kompanija ostvarila u određenom periodu

## SADRŽAJ:

- Ključne stavke za veliki broj kompanija podrazumevaju:

- 1) poslovne prihode i rashode
- 2) finansijske rashode
- 3) porez na dobitak

- Sučeljavanjem ovih prihoda i rashoda, dolazi se do **neto dobitka**

## DRUGI OBLICI REZULTATA:

- Pored neto dobitka, u bilansu mogu da se prikažu i drugi oblici rezultata, npr:

- 1) **bruto dobitak** = prihodi – troškovi prodatih proizvoda (**COGS**)
- 2) **poslovni dobitak (EBIT)** = bruto dobitak – opšti troškovi poslovanja
- 3) **dobitak pre oporezivanja** = EBIT – troškovi finansiranja

- Takođe, bilans može da služi kao osnova za obračun rezultata koji se ne iskazuju u istom, poput **dobitka pre kamate, poreza i amortizacije (EBITDA)**

## Revenues

## Direct operating cost

(e.g. Cost of goods sold)

## Indirect operating cost

(e.g. R&D, administration, selling, distribution)

## Cost of debt financing

(e.g. Interest, bank charges)

## Tax

**Gross profit**

**Operating income  
= Earnings Before Interest  
and Taxes (EBIT)**

**Net income**

# Vertikalna analiza bilansa uspeha



## Relativno iskazivanje pozicija

Vertikalna analiza podrazumeva iskazivanje pojedinačnih pozicija u vidu **procenta od nekog totala**, u ovom slučaju od **prihoda od prodaje**

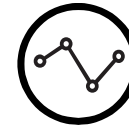


## Profitne margine

Na taj način se izračunava podgrupa racija profitabilnosti – **profitne margine**.  
Na primer:

$$\textit{bruto margina} = \frac{\textit{bruto profit}}{\textit{prihodi}}$$

Ove margine mogu da **ukazuju na strategiju** koju kompanija primenjuje



## Komparacija racija

Dobijeni procenti mogu da se koriste za **poređenje sa drugim kompanijama**, pri čemu su posebno korisni za poređenje kompanija različite veličine. Takođe, moguće je **analizirati promenu racija određene kompanije kroz vreme**

### III. Analiza bilansa stanja



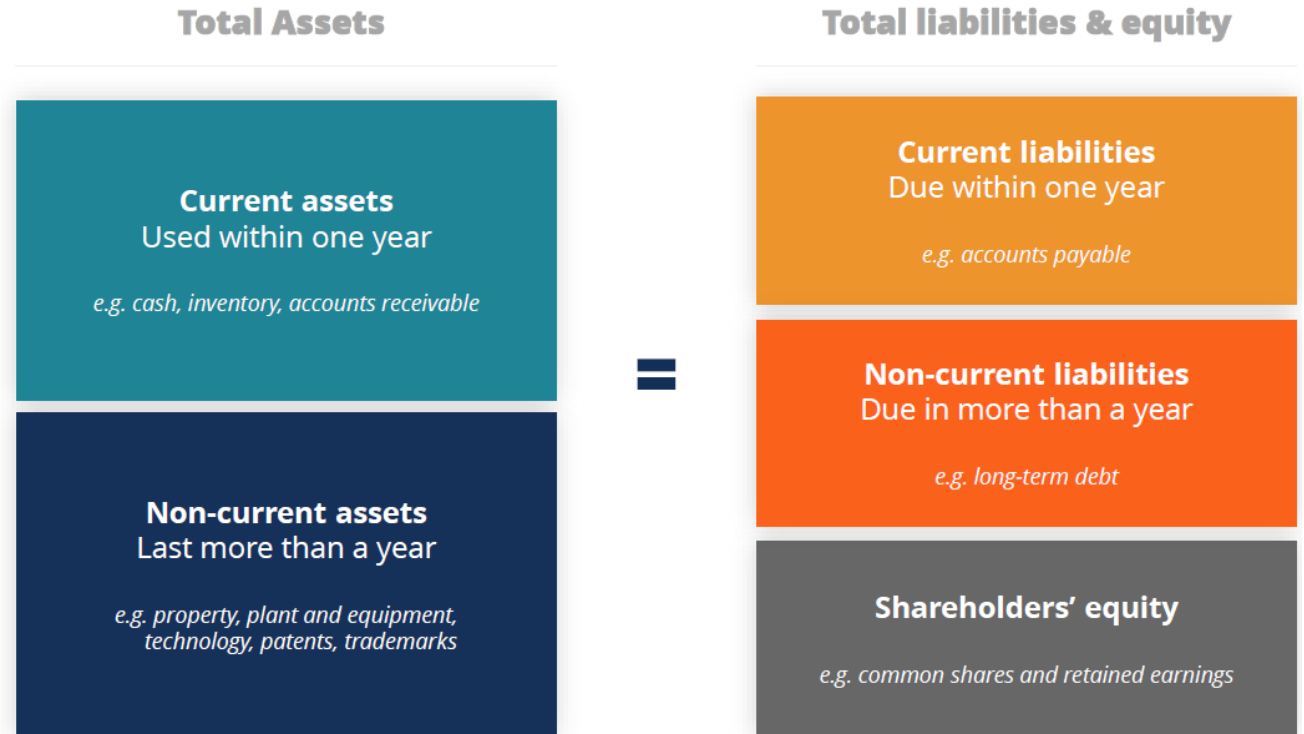
# Bilans stanja – definicija i sadržaj

## DEFINICIJA:

- U pitanju je finansijski izveštaj koji kroz prikazuje **finansijsku poziciju** kompanije na određeni dan

## SADRŽAJ:

- Bilans se deli na:
  - 1) aktivu** (imovinu), koja se dalje deli na:
    - a) stalnu imovinu**
    - b) obrtnu imovinu**
  - 2) pasivu** (izvore finansiranja), koja se dalje deli na:
    - a) sopstveni kapital**
    - b) dugoročne obaveze**
    - c) kratkoročne obaveze**



# Analiza bilansa stanja



## Svrhe analize

Analiza bilansa stanja se sprovodi kako bi se **ocenile likvidnost i solventnost kompanije**, kao i mogućnost da se izvrše plaćanja vlasnicima



## Vertikalna analiza

Slično kao kod bilansa uspeha, moguće je sprovesti analizu kroz **procentualno izražavanje pojedinačnih pozicija** u odnosu na total, u ovom slučaju **u odnosu na vrednost aktive**. Ovi procenti mogu da se poredi sa drugim kompanijama, kao i kroz vreme



## Ograničenja analize

- **Različite osnove za vrednovanje pozicija** (istorijski trošak, amortizovana vrednost, fer vrednost...)
- **Vrednosti mogu da se promene** nakon datuma bilansa
- Postojanje **vanbilansnih stavki**

## IV. Analiza izveštaja o novčanim tokovima



# Izveštaj o novčanim tokovima – definicija i sadržaj

## DEFINICIJA:

- Finansijski izveštaj koji pokazuje **promene pozicije gotovine** koje su se dogodile **tokom određenog perioda**

## SADRŽAJ:

- Izveštaj obuhvata tri dela:
  - 1) novčane tokove iz **poslovnih aktivnosti**
  - 2) novčane tokove iz **aktivnosti investiranja**
  - 3) novčane tokove iz **aktivnosti finansiranja**

## METODA ZA SASTAVLJANJE IZVEŠTAJA:

- Deo izveštaja koji se odnosi na novčane tokove iz poslovnih aktivnosti može da se sastavlja putem **direktne ili indirektne metode**. Ostali delovi se uvek sastavljaju na isti način

## Cash flows are organized based on...

### Cash flows from OPERATING ACTIVITIES

(e.g. revenues, operating expenses)

**Operating cash flows**

### Cash flows from INVESTING ACTIVITIES

(e.g. sale/purchase of assets)

**Cash before financing**

### Cash flows from FINANCING ACTIVITIES

(e.g. issuing shares, raising debt)

**Net cash movement**



# Analiza izveštaja o novčanim tokovima

## Potencijalna pitanja na koja analiza teba da odgovori:

- Da li se kreira dovoljno gotovine iz redovnog poslovanja da bi se biznis održao?
- Da li mogu da se plate dugovi koji dospevaju?
- Da li je potrebno dodatno finansiranje?
- Da li mogu da se namire neočekivane obaveze?
- Da li ima prostora za dodatne investicije?

### 1. Analiza glavnih izvora i upotreba gotovine:

- Koje aktivnosti generišu gotovinu, a koje je troše?
- Da li je novčani tok iz poslovnih aktivnosti pozitivan i dovoljan da pokrije investicije u stalna sredstva?

### 2. Analiza novčanog toka iz poslovnih aktivnosti:

- Koji su glavni faktori koji određuju NT iz poslovnih aktivnosti?
- Da li je NT iz poslovnih aktivnosti veći ili manji od neto dobitka?
- Koliko je konzistentan NT iz poslovnih aktivnosti?



### 3. Analiza novčanog toka iz aktivnosti investiranja:

- Na šta se troši gotovina?
- Da li kompanija investira u stalna sredstva?
- Koje akvizicije je kompanija napravila?

### 4. Analiza novčanog toka iz aktivnosti finansiranja:

- Kako kompanija finansira NT iz poslovnih aktivnosti i iz aktivnosti investiranja?
- Da li kompanija prikuplja ili distribuira/vraća kapital?
- Kolike dividend se isplaćuju?

### Vertikalna analiza izveštaja o novčanim tokovima

Ova analiza može da se sprovodi na dva načina:

- 1) Izražavanjem pozicija u vidu procenta od prihoda
- 2) Izražavanjem priliva u vidu procenta od ukupnih priliva i odliva u vidu procenta od ukupnih odliva

Korišćenje ovih pristupa je korisno za analizu trenda i projekciju budućih NT

# V. Dugoročne obaveze



# Računovodstveni tretman obveznica

## Inicijalno priznavanje

Obveznice se u trenutku emisije obuhvataju po **vrednosti po kojoj su prodane**. Posebno se evidentiraju **nominalna vrednost** (vrednost koja će se isplatiti o roku dospeća) i **eventualni diskont ili premija**

## Naknadno vrednovanje

Po IFRS, moguć je **izbor između fer vrednosti i istorijskog troška** (sa amortizovanim diskontom ili premijom). Međutim, generalno se **zahteva da se objavi fer vrednost** u napomenama i kad se koristi istorijski trošak

## Istorijski trošak

**Većina kompanija**, naročito nefinansijskih, **bira ovaj pristup**. Ako se izabere istorijski trošak, po IFRS se zahteva upotreba **metode efektivne kamatne stope**

## Fer vrednost – promena kamatnih stopa

Vrednovanje po fer vrednosti **adekvatnije predstavlja nivo obaveze kompanije** (u slučaju potrebe trenutnog izmirivanja). Budući da fer vrednost varira **u zavisnosti od promene kamatnih stopa, to može izazvati dobitke/gubitke** za kompaniju (u slučaju da porastu/padnu kamatne stope, što bi dovelo do pada/rasta vrednosti obveznica, odnosno obaveze kompanije). Ovi dobici/gubici se evidentiraju kao **promena fer vrednosti kroz bilans uspeha**

## Fer vrednost – promena kreditnog spreda

Pored promene opšteg nivoa kamatnih stopa, moguće je i da **promena kreditnog spreda utiče na fer vrednost** obveznice. Povećanje spreda bi smanjilo fer vrednost obveznice i dovelo do dobitka, dok bi se suprotno desilo u slučaju smanjenja spreda. Za razliku od promena fer vrednosti usled promena kamatnih stopa, **dobici i gubici izazvani promenom spreda se evidentiraju kroz ostali ukupni rezultat**

## Metoda efektivne kamatne stope – slučaj premije

**Petogodišnja obveznica nominalne vrednosti od \$1.000 sa godišnjim plaćanjem kupona od 5% je emitovana u uslovima kada su kamatne stope na slična ulaganja 4%. Vrednost obveznice po metodi efektivne kamatne stope bi se menjala iz godine u godinu na sledeći način:**

Godina	Kupon	Odliv po osnovu obveznice	Vrednost obveznice <b>na početku</b> perioda	Rashod = vrednost obveznice * 4%	Amortizacija premije = kupon - rashod
1	\$50	\$50	\$1,044.52	\$41.78	\$8.22
2	\$50	\$50	\$1,036.30	\$41.45	\$8.55
3	\$50	\$50	\$1,027.75	\$41.11	\$8.89
4	\$50	\$50	\$1,018.86	\$40.75	\$9.25
5	\$50	\$1,050	\$1,009.62	\$40.38	\$9.62

## Metoda efektivne kamatne stope – slučaj diskonta

**Petogodišnja obveznica nominalne vrednosti od \$1.000 sa godišnjim plaćanjem kupona od 5% je emitovana u uslovima kada su kamatne stope na slična ulaganja 6%. Vrednost obveznice po metodi efektivne kamatne stope bi se menjala iz godine u godinu na sledeći način:**

Godina	Kupon	Odliv po osnovu obveznice	Vrednost obveznice <b>na početku</b> perioda	Rashod = vrednost obveznice * 6%	Amortizacija diskonta = rashod - kupon
1	\$50	\$50	\$957.88	\$57.47	\$7.47
2	\$50	\$50	\$965.35	\$57.92	\$7.92
3	\$50	\$50	\$973.27	\$58.40	\$8.40
4	\$50	\$50	\$981.67	\$58.90	\$8.90
5	\$50	\$1,050	\$990.57	\$59.43	\$9.43

VI. Primena  
finansijskih  
tehnika za  
analizu izveštaja



# Tehnike za analizu finansijskih izveštaja



## Vertikalna analiza

Podrazumeva **procentualno izražavanje pozicija u odnosu na neki total**, uz vremensku analizu ili poređenje sa drugim kompanijama



## Horizontalna analiza

Podrazumeva **prikazivanje promene u pozicijama finansijskog izveštaja** u odnosu na neki prethodni period, te se koristi za vremensku analizu performansi kompanije



## Racio analiza

Podrazumeva **dovođenje u vezu pozicija iz istih ili različitih finansijskih izveštaja**, kako bi se ocenili različiti aspekti uspešnosti poslovanja kompanije

# Kategorije racio pokazatelja

## AKTIVNOSTI:

- Efikasnost svakodnevnih aktivnosti

## LIKVIDNOSTI:

- Sposobnost da se namire kratkoročne obaveze

## SOLVENTNOSTI:

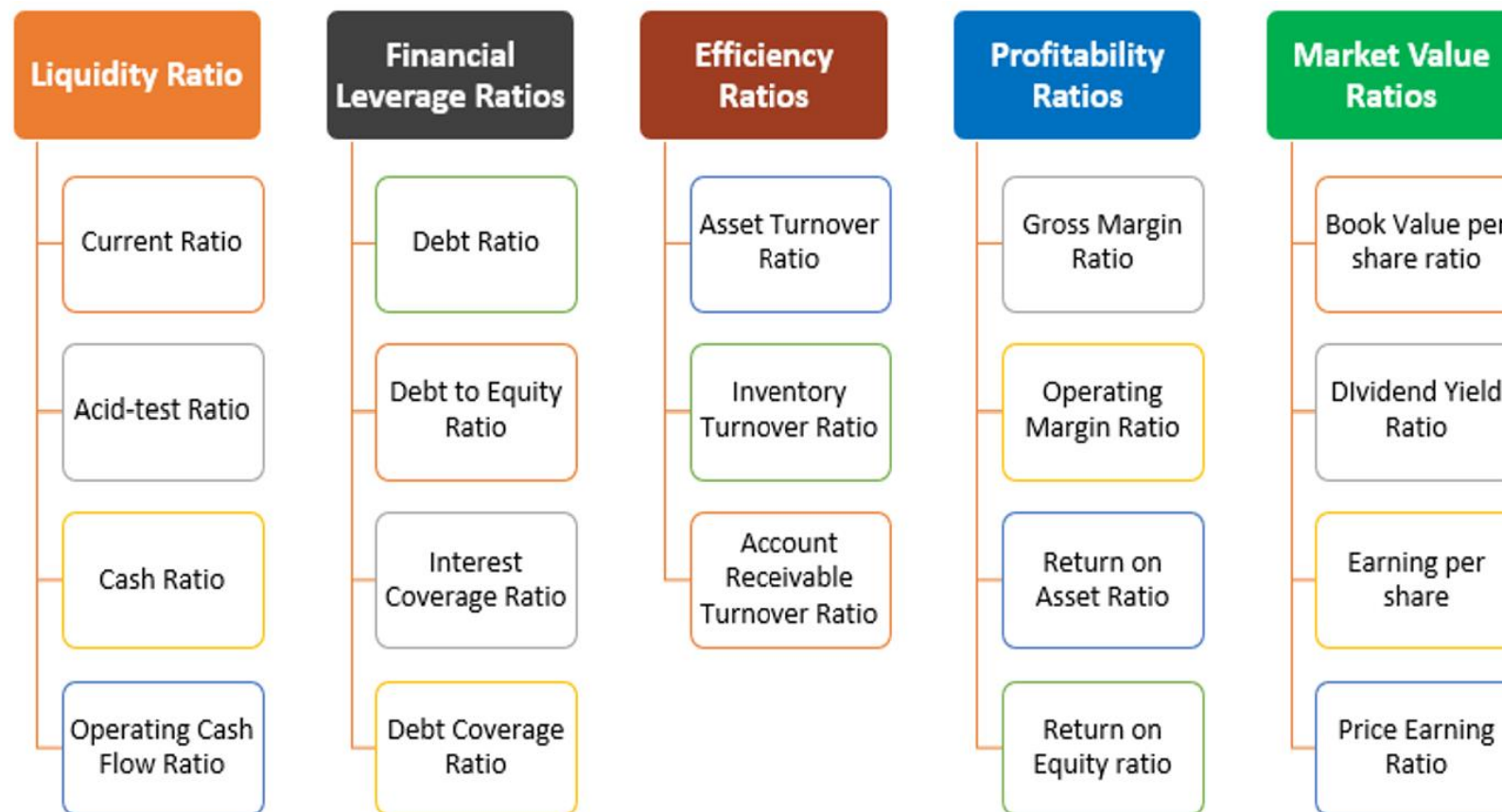
- Sposobnost da se namire dugoročne obaveze

## PROFITABILNOSTI:

- Sposobnost da se kreira profitabilni promet na osnovu korišćene imovine

## TRŽIŠNE VREDNOSTI:

- Količina imovine ili tokova koji su povezani sa vlasništvom





AKTIVNOST

LIKVIDNOST

SOLVENTNOST

PROFITABILNOST

TRŽIŠNA  
VREDNOST

$$\text{Obrt potraživanja} = \frac{\text{Prihodi}}{\text{Prosečna potraživanja}}$$

$$\text{Prosečno trajanje potraživanja} = \frac{365}{\text{Obrt potraživanja}}$$

$$\text{Obrt zaliha} = \frac{\text{COGS}}{\text{Prosečne zalihe}}$$

$$\text{Prosečno trajanje zaliha} = \frac{365}{\text{Obrt zaliha}}$$

$$\text{Obrt dobavljača} = \frac{\text{Nabavke}}{\text{Prosečni dobavljači}}$$

$$\text{Prosečno trajanje dobavljača} = \frac{365}{\text{Obrt dobavljača}}$$

$$\text{Obrtni kapital} = \text{Obrtna sredstva} - \text{Kratkoročne obaveze}$$

$$\text{Obrt obrtnog kapitala} = \frac{\text{Prihodi}}{\text{Prosečni obrtni kapital}}$$

$$\text{Obrt stalnih sredstava} = \frac{\text{Prihodi}}{\text{Prosečna stalna sredstva}}$$

$$\text{Obrt ukupnih sredstava} = \frac{\text{Prihodi}}{\text{Prosečna ukupna sredstva}}$$

AKTIVNOST

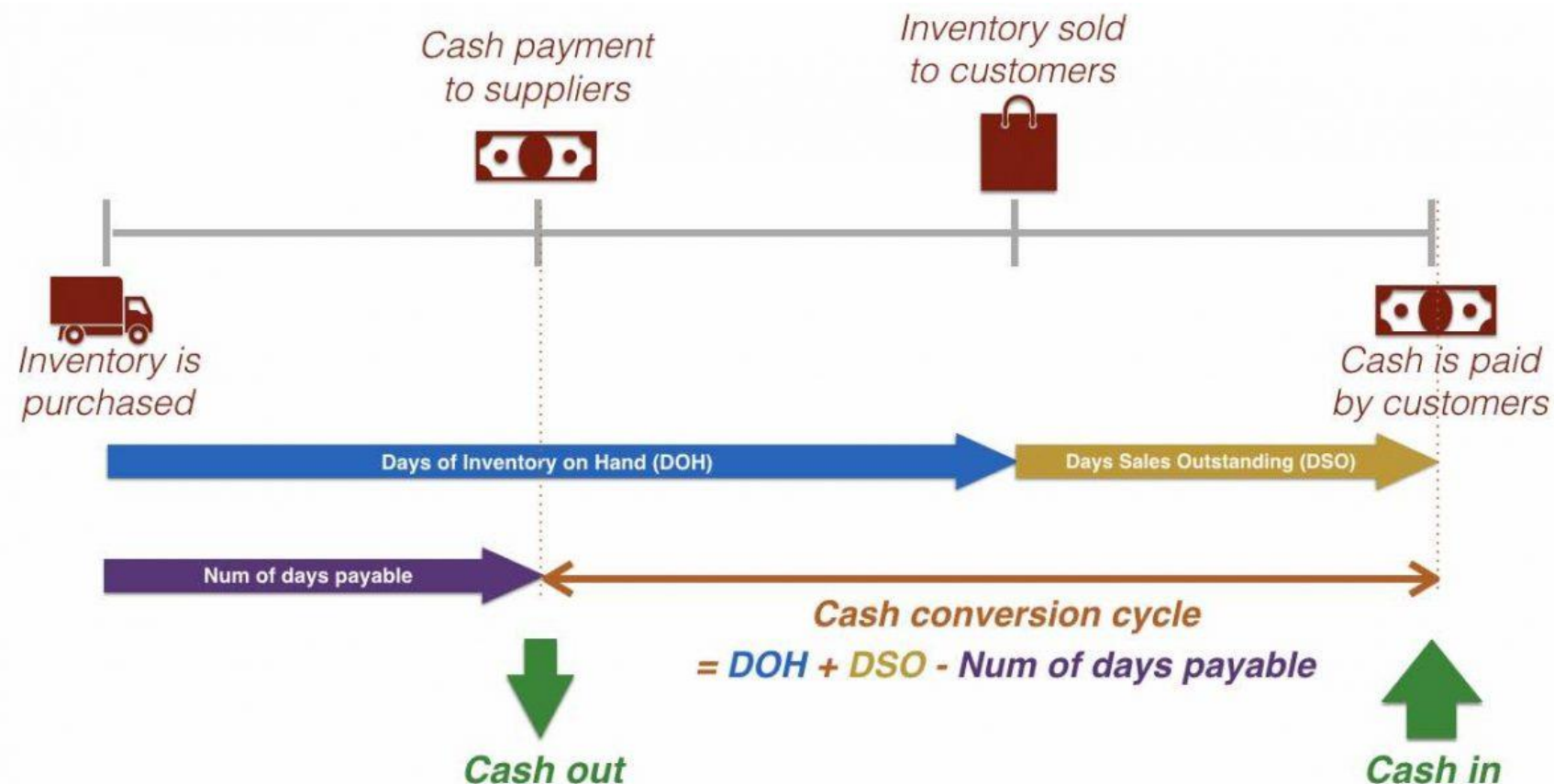
LIKVIDNOST

SOLVENTNOST

PROFITABILNOST

TRŽIŠNA  
VREDNOST

*Gotovinski ciklus = Prosečno trajanje zaliha + Prosečno trajanje potraživanja - Prosečno trajanje dobavljača*



AKTIVNOST

LIKVIDNOST

SOLVENTNOST

PROFITABILNOST

TRŽIŠNA

VREDNOST

$$\textit{Racio tekuće likvidnosti} = \frac{\textit{Obrtna sredstva}}{\textit{Kratkoročne obaveze}}$$

$$\textit{Brzi racio likvidnosti} = \frac{\textit{Gotovina+kratkoročne HoV+potraživanja}}{\textit{Kratkoročne obaveze}}$$

$$\textit{Keš racio likvidnosti} = \frac{\textit{Gotovina+kratkoročne HoV}}{\textit{Kratkoročne obaveze}}$$

AKTIVNOST

LIKVIDNOST

SOLVENTNOST

PROFITABILNOST

TRŽIŠNA  
VREDNOST

### Racija zaduženosti

$$\text{Odnos duga i imovine} = \frac{\text{Ukupni dug}}{\text{Ukupna sredstva}}$$

$$\text{Odnos duga i kapitala} = \frac{\text{Ukupni dug}}{\text{Ukupni dug} + \text{Sopstveni kapital}}$$

$$\text{Odnos duga i sopstvenog kapitala} = \frac{\text{Ukupni dug}}{\text{Sopstveni kapital}}$$

$$\text{Racio finansijskog leveridža} = \frac{\text{Ukupna sredstva}}{\text{Sopstveni kapital}}$$

### Racija pokrića plaćanja

$$\text{Racio pokrića kamata} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Troškovi kamate}}$$

$$\text{Racio pokrića fiksnih plaćanja} = \frac{\text{EBIT} + \text{Lizing plaćanja}}{\text{Troškovi kamate} + \text{Lizing plaćanja}}$$

AKTIVNOST

LIKVIDNOST

SOLVENTNOST

PROFITABILNOST

TRŽIŠNA  
VREDNOST

### Profitne margine

$$\text{Bruto profitna margina} = \frac{\text{Bruto dobitak}}{\text{Prihod}}$$

$$\text{EBIT margina} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Prihod}}$$

$$\text{EBITDA margina} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Prihod}}$$

$$\text{Margina dobitka pre poreza} = \frac{\text{Dobitak pre poreza}}{\text{Prihod}}$$

$$\text{Neto profitna margina} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prihod}}$$

### Prinosi na uložena sredstva

$$\text{Prinos na ukupna sredstva (ROA)} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečna ukupna sredstva}}$$

$$\text{Prinos na sopstveni kapital (ROE)} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prosečni sopstveni kapital}}$$

AKTIVNOST

LIKVIDNOST

SOLVENTNOST

PROFITABILNOST

TRŽIŠNA  
VREDNOST

## Tročlana DuPont analiza

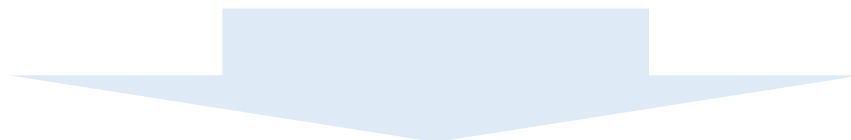
$$ROE = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prihodi}} * \frac{\text{Prihodi}}{\text{Ukupna sredstva}} * \frac{\text{Ukupna sredstva}}{\text{Sopstveni kapital}}$$



$$ROE = \text{Neto profitna margina} * \text{Obrt aktive} * \text{Leveridž}$$

## Petočlana DuPont analiza

$$ROE = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Dobitak pre poreza}} * \frac{\text{Dobitak pre poreza}}{\text{EBIT}} * \frac{\text{EBIT}}{\text{Prihodi}} * \frac{\text{Prihodi}}{\text{Ukupna sredstva}} * \frac{\text{Ukupna sredstva}}{\text{Sopstveni kapital}}$$



$$ROE = \text{EBIT margina} * \text{Kamatno opterećenje} * \text{Poresko opterećenje} * \text{Obrt aktive} * \text{Leveridž}$$

AKTIVNOST

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Cena akcije}}{\text{Dobitak po akciji}}$$

LIKVIDNOST

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Cena akcije}}{\text{Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala po akciji}}$$

SOLVENTNOST

$$\frac{P}{CF} = \frac{\text{Cena akcije}}{\text{Novčani tok po akciji}}$$

PROFITABILNOST

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Cena akcije}}{\text{Prihod po akciji}}$$

TRŽIŠNA  
VREDNOST

$$\text{Dividendni prinos} = \frac{\text{Dividenda po akciji}}{\text{Cena akcije}}$$

Racija pokrića  
plaćanja

Racija  
zaduženosti

Prinosi na uložena  
sredstva

Ključni pokazatelji za ocenu sposobnosti kompanije da izmiri svoje obaveze

- Pored varijanti racija koje su zasnovane na dobitku, koriste se i **varijante koje su zasnovane na novčanim tokovima**
- Takođe, u okviru analize je potrebno izvršiti **korekciju za vanbilansne obaveze**



RACIJA  
POKRIĆA  
NOVČANIM  
TOKOM

$$\text{Pokriće duga} = \frac{\text{Novčani tok iz poslovnih aktivnosti}}{\text{Ukupni dug}}$$

$$\text{Pokriće kamata} = \frac{\text{Novčani tok iz poslovnih aktivnosti} + \text{porez na dobitak}}{\text{Troškovi kamate}}$$

$$\text{Pokriće investicija} = \frac{\text{Novčani tok iz poslovnih aktivnosti}}{\text{Gotovina investirana u stalna sredstva}}$$

$$\text{Pokriće rate duga} = \frac{\text{Novčani tok iz poslovnih aktivnosti}}{\text{Plaćena rata za dugoročni dug}}$$

$$\text{Pokriće dividendi} = \frac{\text{Novčani tok iz poslovnih aktivnosti}}{\text{Plaćene dividende}}$$

$$\text{Pokriće investicija i finansiranja} = \frac{\text{Novčani tok iz poslovnih aktivnosti}}{\text{Odlivi iz aktivnosti investiranja i finansiranja}}$$

# Ograničenja racio analize

## Neophodna osnova za poređenje

Većina racija ne pruža mnogo informacija bez osnove za poređenje, kao što su **istorijski podaci** ili **podaci o konkurenciji**

## Različiti računovodstveni tretmani

Kompanije koriste različite računovodstvene tretmane kroz vreme, ali i međusobno, što **narušava uporedivost**

## Problem konglomerata

Ukoliko **kompanije posluju u više delatnosti**, teško je naći odgovarajuću osnovu za poređenje

---

## Potrebno celovito sagledavanje

Pojedinačni racio pokazatelji ne mogu da „odgovore na sva pitanja“, **zbog čega ih teba posmatrati zajedno**, kako bi se stekla potpunija slika o performansama kompanije

## Izbor targeta

Ne postoji savršena osnova za poređenje koja predstavlja „magični broj“ koji treba dostići. Uzimajući u obzir različite okolnosti, poželjno je **postaviti opsege** koji su prihvatljivi

---



**Hvala na pažnji!**